

OT Logistics

Transport, spedycja, logistyka | Polska

Cena docelowa: PLN 337

Aktualizacja raportu

- Prognozujemy wzrost znorm. EBITDA w 2015p o 15% r/r do PLN 77m
- 2015-16 EV/EBITDA na poziomie 8.1x i 7.2x
- Projekty inwestycyjne w aktywa portowe stanowią główny potencjał wzrostu w następnych latach

10 września 2015

Wyptywając na głębokie wody

Realizując swoją strategię wzrostu OT Logistics ogłosiło w ostatnich miesiącach dwa duże projekty inwestycyjne w segmencie portów – w Rijece i w Gdańsku, które stwarzają ogromny potencjał do rozwoju spółki po 2017 r. Wyniki 2Q15 okazały się rozczarujące, gdzie znorm. EBITDA i zysk netto wypadły odpowiednio 7% i 55% poniżej naszych oczekiwań, głównie ze względu na słabszy wynik segmentu portowego. Z uwagi na problemy OTPŚ wynikające z niższych wolumenów przeładunku węgla i rudy żelaza obniżyliśmy nieznacznie naszą prognozę EBITDA na lata 2015-16p o 2% do PLN 77.0m i PLN 82.1m. Na naszych prognozach na 2015-16p OTL wyceniany jest obecnie na mnożniku P/E 15.3x i 13.9x oraz EV/EBITDA 8.1x i 7.2x (6.4x i 5.6x uwzględniając 50% wartości księgowej aktywów nieoperacyjnych). Z uwagi na nieznaczny spadek szacunków EBITDA na lata 2015-16p obniżamy naszą cenę docelową dla akcji OT Logistics z PLN 341 do PLN 337, 30% powyżej obecnej wyceny rynkowej.

Wyniki 2Q15 obciążone kosztami zdarzeń jednorazowych i słabszym wynikiem segmentu portowego. EBITDA OT Logistics w 2Q15 wyniosła PLN 12.2m (-22% r/r), 23% poniżej naszych prognoz ze względu na PLN 2.5m jednorazowych kosztów i 55% niższą od oczekiwanej EBITDA segmentu portowego, która tylko w części została zrekompensowana przez bardzo dobre wyniki segmentu transportowego.

Wzrost znorm. EBITDA pomimo spadku przychodów w 2015p. Oczekujemy 6% r/r spadku przychodów OTL w 2015p z uwagi na sprzedaż spółki żegludowej i optymalizację portfolio klientów C.Hartwig. Jednocześnie oczekujemy 15% r/r wzrostu znorm. EBITDA w 2015p do PLN 77m, 2% poniżej naszej wcześniejszej prognozy ze względu na gorszy wynik OTPŚ w 2Q15. Ze względu na wzrost kosztów finansowych związanych z zakupem akcji portu w Rijece i wyższą amortyzacją obniżyliśmy prognozę znorm. zysku netto na lata 2015-16p o 6% i 11% do PLN 24.2m i PLN 26.8m.

Ambitne inwestycje portowe stwarzają ogromny potencjał na lata. W lipcu OT Logistics zakupiło 20.8% portu w Rijece za PLN 61.2m i obecnie jest w fazie negocjacji z pozostałymi akcjonariuszami odnośnie możliwości objęcia współkontroli nad portem. Dodatkowo spółka podpisała w sierpniu umowę przedwstępną z ZPMG w sprawie budowy głębokowodnego terminala masowego w Gdańsku dedykowanego przede wszystkim przeładunkom agro.

Wycena. Na naszych prognozach OT Logistics wyceniany jest obecnie na P/E 15.3x w 2015p, 13.9x w 2016p i 11.4x w 2017p przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 8.1x, 7.2x i 6.3x. Jednakże przy konserwatywnym uwzględnieniu aktywów nieoperacyjnych z 50% dyskontem do wartości księgowej oraz uwzględnieniu wartości nabytego pakietu akcji portu w Rijece mnożnik EV/EBITDA spada do 6.4x w 2015p, 5.6x w 2016p i 4.9x w 2017p.

OT Logistics: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	490.4	831.8	779.3	824.9	875.2
znorm. EBIT	71.6	82.0	74.5	82.1	88.6
znorm. EBITDA	60.2	67.2	77.0	82.1	88.6
znor. Zysk netto	18.0	17.8	24.2	26.8	32.6
znorm. P/E	20.7	20.9	15.3	13.9	11.4
znorm. EV/EBITDA	8.0	8.4	8.1	7.2	6.3
znorm. EV/EBITDA*	7.2	7.4	6.4	5.6	4.9

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, *z uwzględnieniem 50% wartości księgowej aktywów nieoperacyjnych

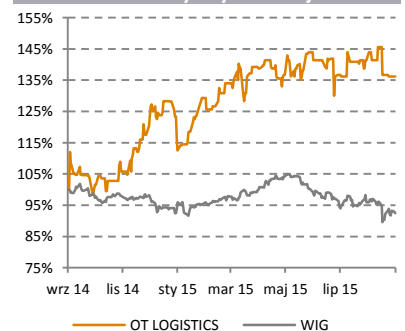
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	337
Cena bieżąca (PLN)	260
Potencjał wzrostu/spadku	30%
Min (52T)	184
Max (52T)	278
Liczba akcji (m)	1.43
Kapitalizacja (PLNm)	371
Dług netto (PLNm)	171
EV (PLNm)	566
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.027

Akcjonariat	
I Fundusz Mistral S.A.	64.0
Amplico PTE	15.3
Allianz PTE	6.7
Pozostali	13.9

Opis spółki

OT Logistics jest jedną z największych w Europie Środkowo-Wschodnie spółek z branży TSL oraz jednym z liderów europejskiego transportu rzeczno, ponadto świadczy także usługi portowe, głównie poprzez port w Świnoujściu oraz usługi spedycji morskiej, lądowej i lotniczej. Grupa posiada 800 jednostek pływających o łącznej nośności 300 tys. ton. Grupa prowadzi działalność na rynku polskim (głównie na Odrze) oraz w Niemczech i Holandii. OT Logistics powstała z przekształcenia spółki Skarbu Państwa Odratrans.

OTL vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

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

OT Logistics: Prognozy finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	20.7	20.9	15.3	13.9	11.4
P/E* (x)	17.8	17.0	12.5	11.3	9.3
EV/EBITDA (x)	8.0	8.4	8.1	7.2	6.3
EV/EBITDA* (x)	7.2	7.4	6.4	5.6	4.9
EV/Sprzedaż (x)	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
Stopa dywidendy (%)**	2.7%	2.7%	2.4%	2.9%	3.5%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	490.4	831.8	779.3	824.9	875.2
Koszty sprzedaży	-419	-727	-662	-701	-740
Zysk brutto ze sprzedaży	71.8	105.2	117.3	123.6	135.3
Koszty sprzedaży i zarządu	-52.0	-70.7	-73.1	-74.2	-78.8
EBITDA	71.6	82.0	74.5	82.1	88.6
znorm. EBITDA	60.2	67.2	77.0	82.1	88.6
Amortyzacja	28.1	29.1	32.1	32.8	32.1
EBIT	43.5	52.8	42.4	49.3	56.5
Koszty finansowe netto	-8.8	-13.0	-11.6	-12.8	-12.8
Zysk przed opodatkowaniem	34.6	39.6	29.9	35.5	42.7
Podatek dochodowy	-6.0	-6.7	-5.7	-6.8	-8.1
Udziały mniejszości	1.2	3.2	2.0	2.0	2.0
Zysk netto	27.2	29.7	22.2	26.8	32.6
znorm. zysk netto	18.0	17.8	24.2	26.8	32.6
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	6%	70%	-6%	6%	6%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	14%	12%	15%	7%	8%
Wzrost znorm. zysku netto	44%	-1%	36%	11%	22%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża EBITDA (%)	12.3%	8.1%	9.9%	10.0%	10.1%
Marża EBIT (%)	8.9%	6.4%	5.4%	6.0%	6.5%
Marża zysku netto (%)	3.7%	2.1%	3.1%	3.2%	3.7%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	217.9	262.8	255.1	248.7	242.6
Wartości niematerialne i prawne	4.7	50.1	47.7	45.3	43.3
Nieruchomości inwestycyjne	103.1	138.4	138.4	138.4	138.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	47.7	73.8	13.3	44.8	18.1
Należności handlowe	89.1	133.4	128.1	124.3	131.9
Zapasy	3.9	4.1	3.7	3.9	4.1
Pozostałe aktywa	34.9	49.2	110.4	110.4	110.4
Aktywa razem	501.2	711.7	696.6	715.7	688.7
Dług	137.3	243.1	237.1	231.1	175.1
Zobowiązania handlowe	60.1	110.3	87.1	92.2	97.3
Inne zobowiązania	54.6	86.9	86.9	86.9	86.9
Zobowiązania razem	252.0	440.3	411.1	410.2	359.3
Kapitały własne	249.1	271.4	285.6	305.5	329.4
Udziały mniejszości	23.6	26.6	28.6	30.6	32.6
Pasywa	501.2	711.7	696.6	715.7	688.7
Kapitał obrotowy	32.9	27.2	44.7	36.0	38.7
Dług netto	89.6	169.4	223.8	186.3	157.1
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk brutto	34.6	39.6	29.9	35.5	42.7
Podatek dochodowy	-5.6	-4.4	-5.7	-6.8	-8.1
Amortyzacja	28.1	29.1	32.1	32.8	32.1
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.8	-9.8	-17.5	8.8	-2.7
Inne zmiany	-11.9	-8.1	12.6	13.8	13.8
Przepływy z dział. operacyjnej	43.4	46.4	51.3	84.2	77.7
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-29.5	-72.0	-83.2	-24.0	-24.0
Inne przepływy inwestycyjne	8.0	10.6	1.8	1.0	1.0
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-21.5	-61.3	-81.4	-23.0	-23.0
Zmiany netto w kapitale własnym	28.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-18.8	63.3	-6.0	-6.0	-56.0
Odsetki zapłacone	-10.0	-10.6	-14.4	-14.8	-14.8
Dywidendy	-5.4	-10.5	-10.0	-8.9	-10.7
Przepływy z dział. finansowej	-8.1	40.8	-30.4	-29.7	-81.5
Zmiana gotówki	13.8	25.8	-60.5	31.5	-26.8
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/EBITDA (x)	1.3	2.1	3.0	2.3	1.8
Dług netto/aktywa	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Dług netto/kapitały własne (x)	0.4	0.6	0.8	0.6	0.5
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	4.4	5.0	3.0	3.3	3.8
ROE (%)	11.4%	12.1%	8.5%	9.4%	10.5%
ROA (%)	5.4%	4.2%	3.2%	3.7%	4.7%

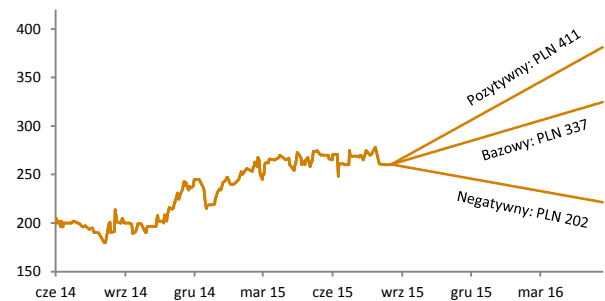
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Dywidenda z zysku za dany rok finansowy **Wskaźniki skorygowane o 50% wart. księg. nieruchomości

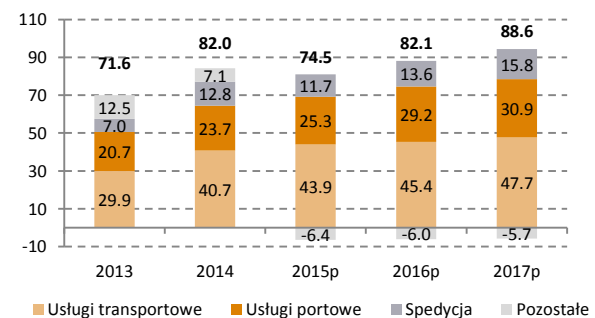
Podstawowe dane	
Cena akcji (PLN)	260
Min (52W, PLN)	184
Max (52W, PLN)	278
Kapitalizacja (PLNm)	371
Dług netto (PLNm, 2Q15)	171
EV (PLN m)	566

Podstawowe dane	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Śr. liczba akcji (m)	1.35	1.43	1.43	1.43	1.43
EPS (PLN)	20.2	20.8	15.5	18.8	22.8
BVPS (PLN)	185.1	190.1	200.0	214.0	230.7
DPS (PLN)**	7.0	7.0	6.2	7.5	9.1

Analiza scenariuszowa	EBITDA		Zysk netto		12m CD
	2015	2016	2015	2016	PLN
Pozytywny	80.9	89.4	27.7	34.3	411
Bazowy	77.0	82.1	22.2	26.8	337
Negatywny	69.9	61.0	18.8	11.3	202



Segmenty	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody (PLN m)	490	832	779	825	875
Transport	289	370	329	351	367
Usługi portowe	107	134	170	176	187
Spedycja	257	513	438	469	506
Pozostałe	19	22	20	18	16
Wylączenia	-181	-207	-178	-189	-200

OT Logistics: EBITDA wg segmentów w latach 2013-17


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Model DuPonta	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża netto	5.8%	4.0%	3.1%	3.5%	4.0%
Obrotowość aktywów	1.0	1.2	1.1	1.2	1.3
Dźwignia finansowa	2.0	2.6	2.4	2.3	2.1
ROE	11.4%	12.1%	8.5%	9.4%	10.5%

Główne ryzyka do naszej rekomendacji

Przy ambitnych planach inwestycyjnych spółki i wysokiej dźwigni operacyjnej prowadzonego biznesu największego ryzyka upatrujemy w pogorszeniu sytuacji makroekonomicznej i spadku EBITDA spółki, co z kolei w obliczu prowadzonych inwestycji mogłoby doprowadzić do złamania kowenantów na długi OTL i ratunkową wyprzedź aktywów spółki.

Strategia i nowe projekty inwestycyjne

Od momentu wydania naszego ostatniego raportu analitycznego tj. od 25 czerwca 2015 r. w spółce doszło do wymiany Zarządu:

- 1) Prezesem spółki został Pan Zbigniew Nowik będący jednocześnie współwłaścicielem głównego akcjonariusza OT Logistics – funduszu Mistral, pełniący wcześniej funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej.

Poza Panem Nowikiem do zarządu powołani zostali:

- 2) Pan Piotr Ambrozowicz, który będzie odpowiadał za finanse i kontrolę kosztów firmy, posiadający doświadczenie z zakresu zarządzania i finansów m.in. wyniesione z pracy w zarządzie firmy Work Service.
- 3) Pan Ryszard Warzocha (od XI.2014 r. prezes C.Hartwig, 20 lat doświadczenia w branży logistycznej zdobytego m.in. w takich firmach jak Wincanton, który będzie odpowiedzialny za zarządzanie operacjami OT Logistics.

Główne cele strategiczne określone przez nowy zarząd to:

- Budowa zintegrowanej grupy logistycznej świadczącej usługi dla klientów w kanale transportowym Północ-Południe Europy wg idei one-stop-shop,
- Osiągnięcie dominującej pozycji na krajowym rynku przeładunku zbóż, pasz i innych towarów rolnych,
- Przyspieszenie realizacji efektów synergii wewnątrz Grupy,
- Konsolidacja i poprawa organizacji spółek z Grupy Kapitałowej,
- Utworzenie centrum usług wspólnych i restrukturyzacja kosztowa Grupy.

Od czerwca OT Logistics przeprowadziło trzy projekty inwestycyjne:

- 1) Zakup 21% udziałów w chorwackim operatorze portowym w Rijecie – Luka Rijeka,
- 2) Zakup spółki kolejowej Landkol specjalizującej się w transporcie kruszyw,
- 3) Podpisanie umowy z Zarządem Portów Morskich Gdańsk dot. Dzierżawy gruntu pod budowę Głębokowodnego Terminala Masowego (wymaga jeszcze zgody ministra infrastruktury).

Nabycie udziałów w porcie w Rijecie

W dniu 30 lipca 2015 r. OT Logistics poinformowało, iż nabyło w ramach prowadzonej oferty publicznej 20.81% akcji największego chorwackiego operatora portowego Luka Rijeka za PLN 61.2m. Chorwacka spółka uzyskała w drodze emisji akcji PLN 163.7m, które mają zostać przeznaczone na inwestycje, które pozwolą na pełne wykorzystanie istniejących mocy portu oraz budowę nowego terminala kontenerowego.. W 2014 r. przy wykorzystaniu jedynie części mocy przeładunkowych port w Rijecie zrealizował przychody na poziomie PLN 93.2m. Głównym akcjonariuszem portu w Rijecie poza OTL jest rząd Chorwacji (ok. 38%) oraz chorwackie fundusze inwestycyjne. Niemniej prezes OT Logistics zapowiedział w wywiadzie prasowym, że spółka prowadzi rozmowy z zarządem portu i innymi akcjonariuszami na temat strategii dla portu i możliwości współzarządzania nim przez OT Logistics.

Profil spółki

Luka Rijeka jest operatorem największego portu w Chorwacji świadczącego usługi przeładunku towarów zarówno masowych, jak i drobnicowych. Obecnie spółka dysponuje 7 terminalami:

- Rijeka 1 – ogólny towarowy – moc przeładunkowa 2mt,
- Rijeka 2 – terminal drzewny – 0.5mt,
- Rijeka 3 – terminal chłodniowy (dedykowany towarom mrożonym) – 0.1mt,
- Rijeka 4 – terminal zbożowy – 1mt,
- Bakar – terminal masowy (ruda żelaza, węgiel itp.) – 4mt,
- Brsica – terminal wielozadaniowy (drewno, towary masowe suche, bydło) – 0.6mt,
- Skrljevo – wielozadaniowo – kontenerowy.

Poza tym spółka posiada 49% udziałów w terminalu kontenerowym AGCT (Adriatic Gate Container Terminal) o zdolnościach przeładunkowych 600tys. TEU.

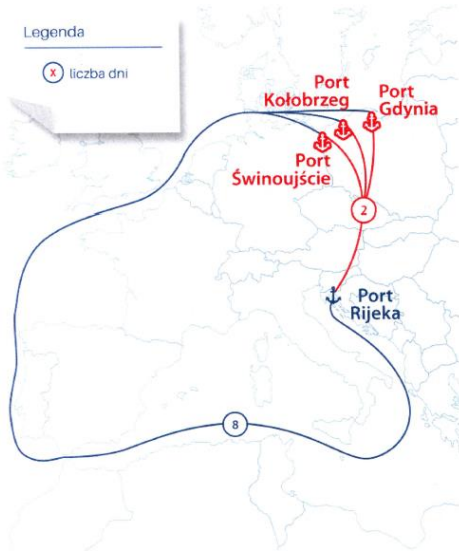
Przewagi konkurencyjne i perspektywy

Lokalizacja portu Luka Rijeka w basenie Morza Adriatyckiego daje mu szereg przewag konkurencyjnych, które dobrze rokują na przyszłość tej spółki. Port w Rijece z jednej strony położony jest na trasie tzw. korytarza Mediterranean TEN-T, który łączy wschodnią Europę z Hiszpanią. Jako integralna część sieci transportowej Północ-Południe, porty adriatyckie mają też szczególne znaczenie dla państw środkowej i południowej Europy (Węgier, Austrii, Słowacji, Czech, Serbii oraz Bośni i Hercegowiny), dla których alternatywą są porty ARA bądź porty bałtyckie. Port w Rijece swoich szans wzrostu upatruje przede wszystkim w obsłudze relacji krajów Skandynawii, krajów Europy Środkowo-Wschodniej i Południowej z:

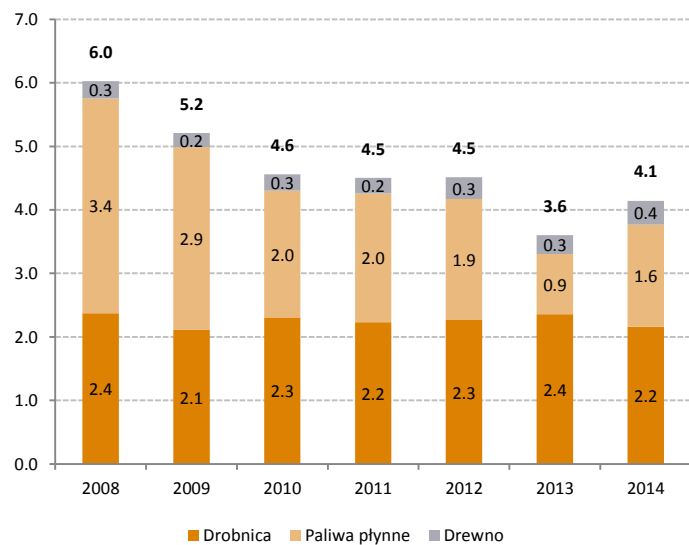
- krajami północnej i wschodniej Afryki,
- krajami arabskimi,
- Indiami,
- Chinami i krajami Azji Południowej.

Po oddaniu do użytkowania drugiej nitki Kanału Sueskiego w 2 połowie 2015r. zwiększającej jego przepustowość przewóz towarów w wyżej wymienionych relacjach powinien ulec intensyfikacji. Według szacunków OT Logistics, transport ładunków korytarzem Północ-Południe poprzez port w Rijece do krajów Europy Środkowo-Wschodniej skraca czas transportu towarów względem trasy morskiej do portów położonych nad Bałtykiem (m.in. port Gdynia, Kołobrzeg i Świnoujście) o ok. 6 dni.

Wykres 1. Zestawienie szlaków transportowych na trasie port Rijeka – porty nadbałtyckie



Wykres 2. Wolumen przeładunku towarów w porcie w Rijecie według asortymentu w latach 2008-14 (mt)

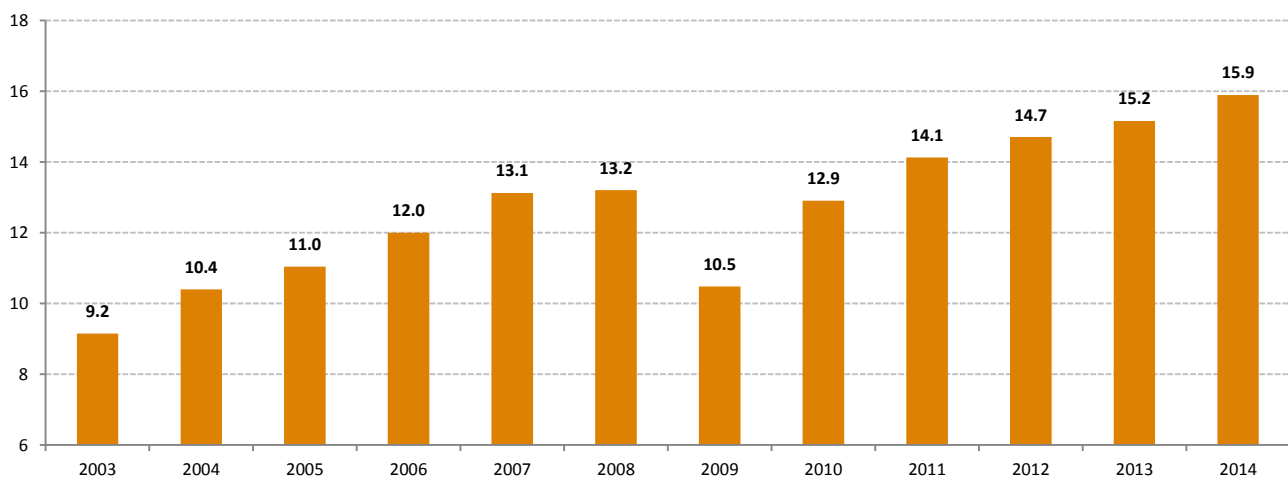


Źródło: Prezentacja OT Logistics, Vestor DM

Źródło: Prezentacja Luka Rijeka, Vestor DM

Dotychczas port w Rijecie przegrywał konkurencję z innymi portami adriatyckimi takimi jak Koper (Słowenia) czy Triest, Wenecja i Ravenna (Włochy), z jednej strony ze względu na obecność tych krajów w Unii Europejskiej i brak barier handlowych, a z drugiej ze względu na przestarzałą, drogą i słabo zelektryfikowaną sieć kolejową. Obecnie Chorwacja jest już członkiem UE (od 2013 r.), a rząd tego kraju przeprowadza inwestycje w sieć kolejową, które powinny przyczynić się do szybkiego rozwoju tego portu. Naszym zdaniem bardzo dobrym benchmarkiem dla potencjału portu w Rijecie jest port Luka Koper, który odnotował szczególnie znaczący wzrost przeładunków od przystąpienia Słowenii do UE w 2004r.

Wykres 3. Wolumen przeładawanych towarów w porcie Koper (mt)



Źródło: Prezentacja Luka Rijeka, Vestor DM

Tabela 1. Luka Rijeka: wyniki finansowe (EURm)

	2012	2013	2014	% YoY	1H14	1H15	% YoY
Przychody	22.8	19.3	21.9	13%	10.9	11.1	2%
EBITDA	2.1	1.6	1.6	0%	1.3	1.5	15%
EBIT	0.9	0.4	0.2	-50%	0.6	0.5	-17%
Zysk netto	0.7	0.2	-0.8	n.a.	0.3	0.3	0%

Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Tabela 2. Luka Koper: wyniki finansowe (EURm)

	2012	2013	2014	% YoY	1H14	1H15	% YoY
Przychody	141.7	144.2	163.6	13%	80.0	92.1	15%
EBITDA	47.3	40.5	81.2	100%	31.9	37.5	18%
EBIT	19.2	12.4	33.3	169%	18.3	23.8	30%
Zysk netto	10.5	7.7	29.1	278%	14.5	19.6	35%

Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Komentarz Vestor DM

Jednoznacznie podoba się nam kierunek strategiczny obrany przez OT Logistics gdzie spółka skupia się na rozwoju części portowej swojej działalności. Spółka za pakiet 20.8% akcji Luka Rijeka zapłaciła PLN 61.2m co implikowałoby wycenę całej firmy na poziomie PLN 294m, której nie dałoby się uzasadnić patrząc jedynie na dotychczasowe wyniki firmy. Wierzymy jednak, że port w Rijece po przeprowadzonych inwestycjach zarówno wewnątrz spółki (budowa terminalu kontenerowego), jak i na infrastrukturze zewnętrznej, może w następnych latach bardzo dynamicznie poprawić swoje wyniki, a celem zarządu portu jest przynajmniej podwojenie wolumenu przeładunków i osiągnięcie marży EBITDA 30%, co oznaczałoby docelową EBITDA na poziomie EUR 13m (ok. PLN 52m). Cel taki uważamy za ambitny, jednakże wyniki portu Luka Koper, który uzyskuje marżę EBITDA nawet powyżej 30% pokazują, że jest on możliwy. Kluczową kwestią na obecną chwilę jest jednak to, czy OT Logistics porozumie się z pozostałymi akcjonariuszami co do możliwości sprawowania współkontroli nad portem lub/i możliwości nabycia kontrolnego pakietu w przyszłości. Na obecny moment w naszym modelu udziały w porcie w Rijece uwzględniamy jako inwestycję długoterminową wycenioną po koszcie nabycia, stąd mają one neutralny wpływ na naszą wycenę.

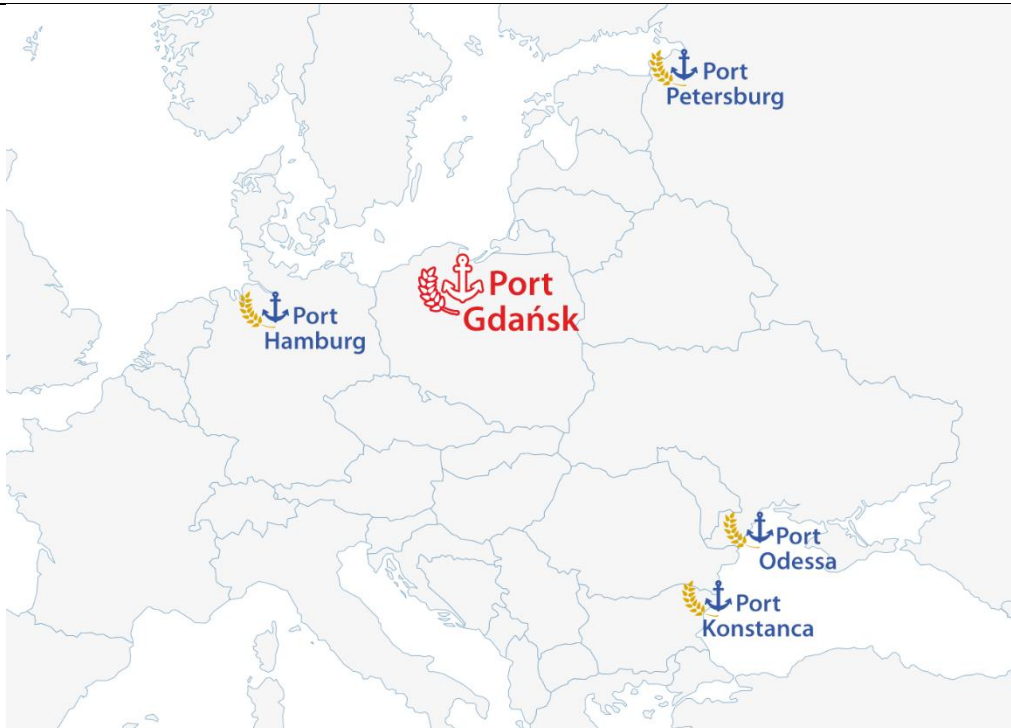
Głębokowodny Terminal Masowy w Gdańsku

W dniu 12 sierpnia 2015 r. zarząd OT Logistics poinformował, iż podpisał z Zarządem Morskiego Portu Gdańsk S.A. (ZMPG) umowę przedwstępną zobowiązującą do zawarcia 30 letniej umowy dzierżawy terenu o pow. 26ha z częścią Pirsu Rudowego w Gdańsku w Porcie Zewnętrznym. Do zawarcia umowy dojdzie w terminie 30 dni od wydania zgody przez właściwego ministra.

Jest to projekt typu brown-field, zakładający dostosowanie terenów po dawnym terminalu zbożowo-paszowym. W I fazie projektu w latach 2016-18 OT Logistics planuje stworzenie najnowocześniejszego w Polsce terminalu paszowego o zdolnościach przeładunkowych na poziomie 2.5mt rocznie. Nakłady inwestycyjne I fazy mogą wynieść według naszych szacunków ok. PLN 130-150m. W ramach II fazy trwającej w latach 2018-20 planowane jest wybudowanie terminalu masowego, co zwiększyłoby zdolności przeładunkowe GTMG do 5mt.

Komentarz Vestor DM

Posiadanie aktywa portowego w porcie zewnętrznym w Gdańsku byłoby bardzo ważną przewagą konkurencyjną dla OTL i idealnie wpasowałoby się w strategię rozwoju spółki. Na obecny moment nie uwzględniamy tego projektu w swoich prognozach z uwagi na: 1) uzależnienie zawarcia umowy od zgody ministerstwa, co determinuje istotne ryzyko polityczne dla tego projektu biorąc pod uwagę zbliżające się wybory parlamentarne; 2) nieznaną na obecny moment strukturą finansowania projektu, gdzie możliwe są wszystkie scenariusze w tym np. wydzielenie projektu do SPV i zaproszenie inwestora finansowego lub branżowego. Niewątpliwie projekt terminalu głębokowodnego jest bardzo perspektywiczny, niemniej zwracamy także uwagę, że jego pozytywny wpływ na wyniki OTL nie odbędzie się szybciej niż w 2019 r.

Wykres 4. Mapa głównych terminali zbożowych w Europie

Źródło: OT Logistics, Vestor DM

Landkol

OT Logistics w połowie sierpnia 2015 r. nabył 100% udziałów w spółce Landkol, co jest kontynuacją realizowanej strategii zakładającej umacnianie pozycji rynkowej spółki poprzez akwizycję podmiotów działających w branży logistycznej. Jednocześnie Landkol i OT Logistics podpisały z dotychczasowym właścicielem firmą Landpol (spedytorem kruszyw) umowę na współpracę w zakresie przewozów kolejowych na najbliższe 5 lat o wartości PLN 108m.

Działalność operacyjna Landkol opiera się na organizacji przewozów towarowych całopociągowych, dostarczając przesyłki na terenie Europy. Spółka specjalizuje się przede wszystkim w przewozie kruszyw, węgla oraz paliw płynnych. OTL poinformował, że Landkol w 1 połowie 2015 r. zrealizował przychody na poziomie PLN 5m i miał nieznacznie ujemne kapitały własne.

Komentarz Vestor DM

Biorąc pod uwagę oczekiwany boom inwestycyjny w budownictwie infrastrukturalnym zakup spółki specjalizującej się w przewozie kruszyw oceniamy jako trafny, chociaż na

obecną chwilę spółka nie ujawniła szczegółów wyników finansowych przejętej firmy. Na obecnym etapie zakładamy, że Landkol będzie w stanie generować PLN 20-30m przychodów przy marży EBITDA na poziomie 15%. Zważywszy jednak, że kruszywa transportowane są przede wszystkim z południowej do północnej Polski, to Grupa może wykorzystywać Landkol także do transportu towarów z portów w Świnoujściu i Gdyni, co bardzo podniosłoby rentowność przewoźnika kolejowego eliminując tzw. puste przejazdy. W naszych prognozach uwzględniliśmy wynik Landkol i ujęliśmy w segmencie usług transportowych.

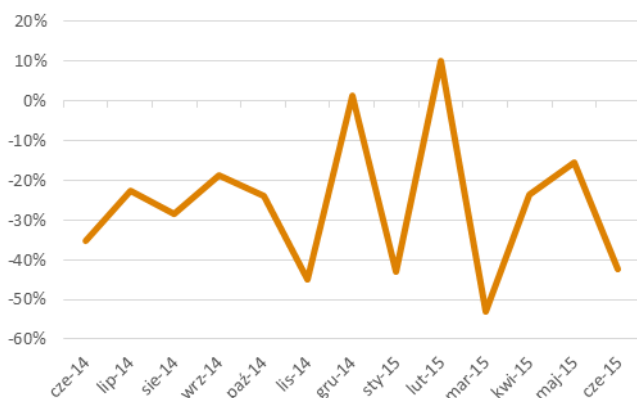
Wyniki za 2Q15 i zmiana prognoz finansowych

Kryzys na rynku węglowym w kraju i wojna na Ukrainie mają niekorzystny wpływ na wyniki PHŚ w 2015 r.

Wstrzymanie przez Kompanię Węglową od lipca 2014 r. wysyłek węgla energetycznego drogą morską i próby ograniczenia importu tego surowca z zagranicy przyczyniły się do spadku wolumenów przeładunku w polskich portach morskich. Wyjątkiem w tym trendzie był luty 2015 r. kiedy w wyniku strajku w JSW koksowni w Europie Środkowo-Wschodniej musiały w trybie awaryjnym sprowadzać drogą morską węgiel koksowniczy. Jednocześnie zauważamy, że w 2014 r. przeładunki węgla w relacji eksportowej stanowiły 14% wolumenu PHŚ. W scenariuszu bazowym zakładamy istotny spadek tego wolumenu w 2015 r., który powinien być w znaczącej części zneutralizowany przez większe przeładunki artykułów rolnych (zboża i śruty). Dodatkowo w 2015 r. utrzymuje się zwiększony eksport rudy żelaza z Ukrainy w wyniku dewaluacji hrywny, co stanowi alternatywę dla importu rudy przez port w Świnoujściu.

Wykres 5. Dynamika przeładunków węgla i koksu w polskich portach w ujęciu rocznym

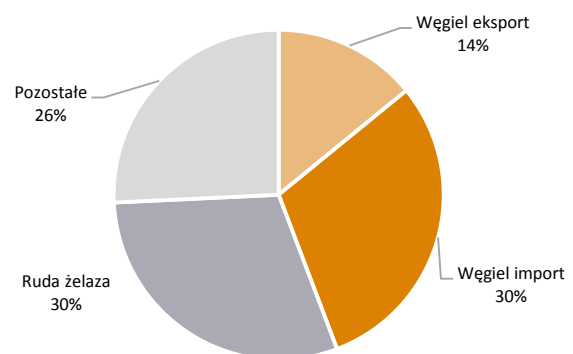
Dane w PLNm



Źródło: GUS, szacunki Vestor DM

Wykres 6. Struktura przeładunku w PHŚ w 2014 roku

Dane w %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Ocena wyników 2Q15

W 2 kwartale 2015 r. OT Logistics osiągnął wynik EBITDA na poziomie PLN 12.2m (-22% r/r i -31% k/k), 23% poniżej naszych oczekiwań. Negatywnie na wyniki spółki wpłynęły zdarzenia jednorazowe na kwotę PLN 2.5m, które były głównie związane z kosztami transakcji akwizycyjnych. Niemniej jednak znormalizowana EBITDA PLN 14.7m była także o 7% niższa od naszych oczekiwań, co było spowodowane przede wszystkim 55% niższą EBITDA w segmencie portowym (spadek wolumenów węgla i rudy żelaza) oraz spadkiem EBITDA w segmencie spedycji z uwagi na zanikającą wymianę handlową z Ukrainą. Z drugiej strony bardzo pozytywnie zaskoczył segment usług transportowych (żegluga), gdzie zaraportowane EBITDA PLN 10m była 21% powyżej naszych oczekiwań.

Tabela 3. OT Logistics: Wyniki 2Q15

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15A	%r/r	%k/k	2Q15P	vs VDM	1H15	2015P	1H/2015P
Przychody	210.3	217.1	220.9	186.0	184.4	-12%	-1%	186.4	-1%	370.4	779.3	48%
Usługi transportowe	93.2	102.3	97.0	67.1	72.1	-23%	7%	72.0	0%	139.2	329.2	42%
Usługi portowe	21.9	44.5	43.8	45.6	38.0	73%	-17%	40.0	-5%	83.6	170.3	49%
Spedycja	147.9	124.9	124.1	109.9	111.4	-25%	1%	110.0	1%	221.3	438.0	51%
EBITDA	15.6	21.7	34.3	17.6	12.2	-22%	-31%	15.8	-23%	29.8	74.5	40%
znorm. EBITDA	15.6	21.7	22.3	17.6	14.7	-6%	-17%	15.8	-7%	32.3	77.0	42%
EBIT	8.9	14.0	24.9	9.7	4.0	-55%	-59%	8.1	-51%	13.7	42.4	32%
Zysk netto	4.2	7.5	17.0	5.9	-0.3	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	5.6	22.2	25%
znorm. zysk netto	4.2	7.5	7.4	5.9	1.8	11%	-2%	3.9	-55%	7.6	24.2	32%

Źródło: Spółka, Vestor DM

Tabela 4. OT Logistics: Wyniki 2Q15

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15A	%r/r	%k/k	2Q15P	vs VDM	1H15	2015P	1H/2015P
EBITDA	15.6	21.7	34.3	17.6	12.2	-22%	-31%	15.8	-23%	29.8	74.5	40%
OT Logistics	15.6	21.7	34.3	17.6	12.2	-22%	-31%	15.8	-23%	29.8	74.5	40%
Usługi transportowe	8.7	10.5	13.9	8.4	10.0	15%	19%	8.3	21%	18.4	43.9	42%
Usługi portowe	3.4	10.3	8.0	7.6	2.8	-16%	-63%	6.3	-55%	10.4	25.3	41%
Spedycja	3.8	3.1	3.2	2.8	2.5	-34%	-10%	2.7	-7%	5.3	11.7	45%
Pozostałe	-0.5	-1.9	11.0	-1.2	-3.2	n.a.	n.a.	-1.5	n.a.	-4.4	-6.4	69%

Źródło: Spółka, Vestor DM

Przychody. W 2Q15 OT Logistics wypracowało przychody na poziomie PLN 184.4m, zgodnie z naszą prognozą i 12% poniżej poziomu z 2Q14. Na spadek skonsolidowanych przychodów w ujęciu rocznym wpływ miał segment transportowy, gdzie przychody spadły o 23% r/r z uwagi na sprzedaną spółkę holenderską oraz segment spedycji, który odnotował spadek o 25% r/r po wstrzymaniu importu ukraińskich półproduktów stalowych przez Hutę Częstochowa. Negatywnie zaskoczył nas przede wszystkim segment usług portowych, gdzie przychody okazały się o 5% niższe od naszej prognozy i spadły o 17% w ujęciu kwartalnym (w ujęciu rocznym dodatnia dynamika wynika z rozpoczęcia konsolidacji OT Port Gdynia – BTDG od 1 lipca 2014 r.). Wpływ na to musiało mieć załamanie wolumenów przeładunku węgla w 2Q15, a także zapewne brak wolumenów rudy żelaza w PHŚ.

Rentowność. EBITDA w 2Q15 wyniosła PLN 12.2m (-22% r/r) i była 23% niższa od naszych oczekiwań. Najbardziej negatywnie zaskoczyła nas bardzo niska 7% marża w segmencie portowym, która przełożyła się na EBITDA w wysokości jedynie PLN 2.8m, czyli 55% poniżej naszych oczekiwań. Negatywny wpływ na wyniki spółki miała także negatywna EBITDA segmentu pozostałe w wys. PLN 3.2m (wobec oczekiwanej straty PLN 1.5m), gdzie księgowane są przede wszystkim koszty centrali spółki (na poziomie skonsolidowanym rozpoznano PLN 1.3m kosztów pozaoperacyjnych netto). Z drugiej strony pozytywnie zaskoczyła nas wyższa EBITDA segmentu transportowego, która wyniosła PLN 10m przy marży 14% (wobec spodziewanej 12%). Na poziomie wyniku finansowego spółka rozpoznała odwrócenie PLN 0.8m przychodów z tytułu różnic kursowych związanych z zadłużeniem w walutach obcych, co dodatkowo negatywnie wpłynęło na zysk netto. Łącznie koszty finansowe netto w 2Q wyniosły PLN -3.7m wobec oczekiwanego PLN -3m i PLN -1.5m w 1Q15. Z uwagi na strukturę holdingową efektywna stopa podatkowa wyniosła 161% (w całym 1H15 34%). W związku z powyższym strata netto OT Logistics w 2Q wyniosła PLN 0.3m wobec oczekiwanego przez nas zysku netto na poziomie PLN 3.9m.

Zmiana prognoz finansowych

Oczekujemy wzrostu znormalizowanej EBITDA o 15% r/r do PLN 77m w 2015 r. Obniżyliśmy o 10% naszą prognozę przychodów na 2015p ze względu na wcześniejsze niedoszacowanie przez nas efektu sprzedaży holenderskiej spółki żeglugowej oraz ze względu na trwający w C.Hartwig proces selekcji i eliminacji nierentownych klientów. Z drugiej strony zauważamy, że spadek przychodów z wyżej wymienionych powodów nie przekłada się negatywnie na EBITDA i zysk netto OTL. Po słabym 2 kwartale obniżyliśmy nieznacznie o 2% naszą całoroczną prognozę znorm. EBITDA do PLN 77m jako, że oczekujemy poprawy wyników segmentu portowego od 3 kwartału z związku ze zwiększającym się sezonowo wolumenem przeładunku towarów rolniczych, a także możliwy wzrost wolumenów eksportowych węgla. Z uwagi na słabe perspektywy związane z wolumenem węglowym obniżyliśmy także o 3% naszą prognozę EBITDA na 2016p Szacunek EBITDA na 2017p zostawiliśmy bez zmian oczekując pierwszych efektów restrukturyzacji kosztowej i tworzonych centrów usług wspólnych. Dodatkowo ze względu na podwyższenie naszych szacunków wartości amortyzacji i kosztów finansowych netto (ze względu na nabycie 20.8% udziałów w Porcie w Rijecie) obniżyliśmy szacunki znormalizowanego zysku netto na lata 2015-17 o 6%, 11% i 7% do odpowiednio PLN 24.2m w 2015p, PLN 26.8m w 2016p i PLN 32.6m. W naszych prognozach nie uwzględniamy projektu budowy portu w Gdańsku ani konsolidacji wyników portu w Rijecie.

Tabela 5. OT Logistics: Zmiana prognoz finansowych na lata 2015-17p (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana
Przychody	867.6	779.3	-10%	907.0	824.9	-9%	956.5	875.2	-8%
EBIT	47.9	42.4	-11%	53.6	49.3	-8%	58.5	56.5	-3%
znorm. EBITDA	78.6	77.0	-2%	84.3	82.1	-3%	88.8	88.6	0%
znorm. zysk netto	25.8	24.2	-6%	30.2	26.8	-11%	35.1	32.6	-7%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena: Cena docelowa PLN 337 na akcję

Wyceniamy OT Logistics przy użyciu dwóch metod: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek: operatorów portowych, przewoźników logistycznych oraz o firmy spedycyjne. Dodatkowo w obydwu wycenach uwzględniamy wartość nieruchomości inwestycyjnych, jako aktywów nieoperacyjnych z 50% dyskontem do ich wartości księgowej tj. PLN 69m lub PLN 48.5m na akcję. Przypisując obydwu wycenom równe wagi oszacowaliśmy wartość godziwą akcji OT Logistics na PLN 310/akcję i na jej podstawie wyznaczyliśmy 12miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 337/akcję.

Tabela 6. OT Logistics: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLNm	PLN/akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2014-2018	455	319	50%	WACC 8.8-9.4%, stopa wzrostu 0.5%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	430	301	50%	Równe wagi dla 4 mnożników
Wycena akcji OT Logistics	Średnia ważona	443	310		
12m cena docelowa		482	337		
Obecna wycena rynkowa		371	260		

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-16 z przypisanymi równymi wagami dla wszystkich 4 mnożników. Z uwagi na prowadzony przez OT Logistics model działalności wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek porównywalnych:

- Operatorzy portowi
- Przewoźnicy
- Firmy spedycyjne oraz firmy zapewniające kompleksowe usługi logistyczne.

Tabela 7. OT Logistics: Spółki porównawcze

	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Operatorzy portowi						
Piraeus Port Authority	46.7	n.a.	n.a.	15.2	18.0	n.a.
Hamburger Hafen Und Logistik	18.4	16.4	13.9	5.0	4.8	4.4
Luka Koper	11.2	11.2	n.a.	6.4	6.2	5.8
H.E.S.-Beheer NV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Eurokai KgaA	13.3	11.5	10.4	10.0	9.1	8.4
Thessaloniki Port Authority	12.4	n.a.	n.a.	6.6	5.4	n.a.
Global Ports Investments PLC	10.9	8.8	6.3	7.6	7.1	6.2
Novorossiysk Commercial Port	2.9	2.4	2.2	4.0	3.8	3.6
Mediana	12.4	11.2	8.4	6.6	6.2	5.8
OT Logistics	15.6	14.1	11.6	8.2	7.2	6.4
 premia/dyskonto	26%	26%	39%	24%	18%	10%
Przewoźnicy						
D/S Norden	12.4	16.0	10.4	5.1	6.1	5.3
D'Amico International Shipping	8.4	8.4	8.2	7.9	7.0	6.6
Fisher (James) & Sons PLC	16.2	15.6	14.1	9.3	8.6	8.3
Norbert Dentressangle	15.6	14.0	12.4	8.4	7.9	7.3
DFDS A/S	16.7	14.0	12.8	8.8	8.2	7.8
Western Bulk ASA	n.a.	n.a.	7.9	n.a.	n.a.	1.0
Wilh. Wilhelmsen ASA	5.0	4.4	3.8	4.4	4.3	4.0
Golden Ocean Group Ltd	n.a.	n.a.	68.4	65.7	18.8	9.9
PKP Cargo SA	10.4	9.2	8.3	5.0	4.4	4.0
Globaltrans Investments PLC	19.4	11.2	7.5	4.9	4.4	3.8
Mediana	14.0	12.6	9.4	7.9	7.0	6.0
OT Logistics	15.6	14.1	11.6	8.2	7.2	6.4
 premia/dyskonto	12%	12%	24%	4%	3%	8%
Spedytorzy i kompleksowi operatorzy logistyczni						
Panalpina Weltransport AG	27.0	20.0	16.0	13.5	10.7	9.1
Kuehne & Nagel Intl AG	23.0	21.3	20.0	14.5	13.7	12.9
Clarkson PLC	15.5	13.9	13.0	9.6	8.2	7.8
ID Logistics Group	26.6	23.5	20.0	12.0	11.3	10.5
Clasquin	18.2	14.1	13.3	7.7	6.3	6.1
DSV A/S	19.7	17.6	15.5	13.4	12.7	11.8
Vtg Ag	19.6	13.6	11.2	6.9	6.4	6.2
Logwin AG	16.2	14.9	n.a.	7.3	6.6	n.a.
Stolt-Nielsen Ltd	6.5	6.3	5.7	5.8	5.7	5.6
Mediana	19.6	14.9	14.4	9.6	8.2	8.4
OT Logistics	15.6	14.1	11.6	8.2	7.2	6.4
 premia/dyskonto	-20%	-5%	-20%	-14%	-11%	-24%

Źródło: Bloomberg, Szacunki Vestor DM

Wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek, które odpowiadają trzem głównym segmentom działalności OT Logistics: usługom portowym, usługom transportowym oraz spedycji. Każdej grupie przypisaliśmy wagę odpowiadającą średniej kontrybucji danego segmentu do EBITDA grupy OT Logistics w latach 2015-17. W efekcie mnożnikom operatorów portowych przypisaliśmy wagę 54%, przewoźnikom 31% oraz 14% firmom

spedycyjnym i kompleksowym operatorom logistycznym. Wycenę opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-16 i wszystkim czterem mnożnikom przypisujemy równe wagi. Wycena porównawcza wskazuje wartość prowadzonej przez OT Logistics działalności na PLN 253 na akcję (PLN 361m). Zwracamy uwagę, iż przy wycenie w oparciu o mnożniki EV/EBITDA skorygowaliśmy prognozowany dług netto o wartość zakupionych udziałów w porcie w Rijecie tj. PLN 61m. Dodatkowo po uwzględnieniu wartości aktywów nieoperacyjnych przy 50% dyskoncie do wartości bilansowej wyceniamy wartość kapitałów własnych OT Logistics na PLN 301 na akcję (PLN 430m).

Tabela 8. OT Logistics: Wycena porównawcza – podsumowanie

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Porty	54%	12.4	11.2	8.4	6.6	6.2	5.8
Przewoźnicy/operatorzy	31%	14.0	12.6	9.4	7.9	7.0	6.0
Spedytorzy	14%	19.6	14.9	14.4	9.6	8.2	8.4
Średnia ważona	x	14.0	12.2	9.6	7.4	6.7	6.3
OTL wyniki (znormalizowane)	PLN m	24.2	26.8	32.6	77.0	82.1	88.6
Dług netto	PLN m				163	125	96
OTL: Wycena implikowana	PLN m	338	326	312	383	398	427
OTL: Wycena na akcję	PLN/akcja	237	229	218	268	279	299
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
OTL: Średnia wycena na akcję	PLN/akcja	253					
Nieruchomości inwestycyjne*	PLN m	138.4					
Dyskonto	%	50%					
Nieruchomości inwestycyjne*	PLN/akcja	48.5					
OTL: Wycena na akcję	PLN/akcja	301					

Źródło: Szacunki Vestor DM, *wartości nieruchomości inwestycyjnych odnoszą się do wartości księgowej

Wycena metodą DCF

Wyznaczamy wartość działalności OT Logistics metodą DCF na PLN 455m lub PLN 319 na akcję.

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

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2015-2019 (szczegółowy opis prognoz finansowych w rozdziale „Prognozy finansowe”).
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy na rok 2019.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu wysokości 0.5%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 8.8%-9.4% na lata 2015-2019 w zależności od struktury kapitału prognozowanej na kolejne lata.
- Używamy stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3.5% (prognoza rentowności polskich obligacji 10-letnich na koniec 2016 r.) oraz 4.5% dla wartości rezydualnej oraz premię za ryzyko w wysokości 4.5%.

Tabela 9. OT Logistics: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015- 2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.50%	4.5%
Beta (x)	1.7x	1.35x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	11.0%	10.6%
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.50%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	4.0%	4.0%
Stopa podatkowa (%)	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego	6.1%	6.9%
% D	45.4%	32.4%
% E	54.6%	67.6%
WACC (%)	8.8%	9.4%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 10. OT Logistics: Wycena DCF

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	Jednostka	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	TV
EBIT	PLN m	42	49	57	58	62	
Podatek od EBIT	PLN m	-8	-9	-11	-11	-12	
NOPAT	PLN m	34	40	46	47	50	50
Amortyzacja	PLN m	32	33	32	32	32	26
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	-18	9	-3	-1	-1	0
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-23	-25	-25	-26	-26	26
Wolne przepływy finansowe	PLN m	26	57	50	52	55	50
ROIC (%)	%	7%	8%	10%	10%	11%	
Czynnik dyskontowy	%	92%	85%	78%	72%	66%	
Wartość bieżąca FCF	PLN m	24	48	39	38	36	
Wartość bieżąca FCF 2014-2018	PLN m	185					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	0.5%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	373					
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	557					
Dług netto	PLN m	169					
Mniejszości	PLN m	27					
Dywidenda	PLN m	10					
Wartość aktywów nieoperacyjnych	PLN m	69					
Wartość kapitału własnego	PLN m	421					
Liczba akcji	mln	1.43					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2014	PLN/akcję	295					
Miesiąc	X	9					
Wycena działalności OTL	PLN/akcję	319					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Tabela 11. OT Logistics: Wrażliwość modelu DCF (wartość godziwa w PLN/akcję)

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
		-1.5%	-0.5%	0.5%	1.5%	2.5%
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.5%	274	300	333	373	425
	3.0%	268	294	326	366	417
	3.5%	262	288	319	358	408
	4.0%	257	282	312	351	400
	4.5%	251	276	306	343	392

Źródło: Szacunki Vestor DM

		Beta (x)				
		0.6x	0.8x	1.0x	1.2x	1.4x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	3.5%	449	403	365	332	303
	4.0%	428	380	341	307	278
	4.5%	409	360	319	285	256
	5.0%	391	341	299	265	236
	5.5%	375	323	282	247	219

Źródło: 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 NIE 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 napotkać 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 WSKAZANYM 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 świadczył na rzecz Emitenta usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej - oferowania instrumentów finansowych (obligacji) wyemitowanych przez spółkę OT Logistics S.A. oraz otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie. Instrumenty finansowe, o których mowa w zdaniu poprzednim były oferowane w konsorcjum z innym podmiotem prowadzącym działalność maklerską. Nie jest wykluczone, że w okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia publikacji niniejszego raportu, Vestor będzie składać na rzecz Emitenta – spółki OT Logistic S.A. ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.

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.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor był stroną umowy z zakresu bankowości inwestycyjnej zawartej z jednym z akcjonariuszy Emitenta – spółki OT Logistic S.A., której przedmiot stanowiło pośredniczenie w transakcji sprzedaży pakietu jej akcji na rzecz inwestorów instytucjonalnych. Vestor otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie stanowiące określony % wartości transakcji. Nie jest wykluczone, że ten sam lub inni akcjonariusze zlecają w okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia sporządzenia niniejszego raportu kolejne transakcje o takich samym charakterze.

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 z tytułu oferowania instrumentów finansowych.

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

Vestor 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 jakiegokolwiek 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: 1 rekomendację kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 11 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 58 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed dniem publikacji niniejszego raportu, Vestor w ramach świadczenia usług z zakresu Equity Research Partner w dniu 28 października 2014 r. inicjacyjny raport analityczny z ceną docelową równą 271PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 196PLN, w dniu 25 czerwca 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 341PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 265PLN. Vestor nie wyklucza publikacji kolejnych aktualizacji raportów analitycznych w okresie kolejnych 12 miesięcy w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner.

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 wyznaczeniu 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 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 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