

# OT Logistics

Transport, spedycja, logistyka | Polska

Cena docelowa: PLN 275

## Aktualizacja raportu

- Obniżamy prognozę znorm. EBITDA 2015-16p o 14% i 11%
- 2015-16p EV/EBITDA na poziomie 7.5x i 6.6x
- Księgowa wartość aktywów nieoperacyjnych PLN 211m (40% wartości przedsiębiorstwa)

29 grudnia 2015

## Na niespokojnych wodach

Po słabych wynikach OT Logistics za 3Q15, gdzie EBITDA wyniosła PLN 13.4m, 35% poniżej naszych oczekiwań, obniżamy naszą całoroczną prognozę EBITDA w 2015p o 14% do PLN 66.6m. W związku z faktem, iż nie spodziewamy się istotnego odbicia w wolumenach portowych, głównie za sprawą węgla i koksu, obniżamy także naszą prognozę EBITDA na 2016p o 11%. W dalszym ciągu jednak z uwagi na oczekiwane efekty optymalizacji kosztowej spodziewamy się wzrostu EBITDA w 2016p o 10% r/r do PLN 73m. Na naszych prognozach na 2015-16p OTL wyceniany jest obecnie na mnożniku P/E 15.5x i 11.8x oraz EV/EBITDA 7.5x i 6.6x (5.5x i 4.8x uwzględniając 50% wartości księgowej aktywów nieoperacyjnych i rynkową wartość udziałów w Luka Rijeka). Z uwagi na niższe prognozy obniżamy naszą cenę docelową dla akcji OT Logistics z PLN 337 do PLN 275.

**Rozczarowujące wyniki 3Q15 w wymagającym otoczeniu makro i obciążone zdarzeniami losowymi.** Z uwagi m.in. na ciągnącą się zapasę w przeladunkach węgla i koksu, suszę ograniczającą żeglugę w Niemczech oraz zaburzenia dostaw węgla do elektrociepłowni w Berlinie EBITDA OTL w 3Q15 wyniosła jedynie PLN 13.4m, -38% r/r i 35% poniżej naszych prognoz.

**Obniżamy naszą prognozę EBITDA na lata 2015-2016p.** Po słabych wynikach 3Q obniżamy naszą prognozę znorm. EBITDA na 2015p o 14% do PLN 66.6m oraz zysku netto o 37% do PLN 15.3m. Z uwagi na utrzymujące się niskie wolumeny przeladunkowe węgla i koksu oraz niskie ceny frachtu morskiego obniżyliśmy także o 11% nasze oczekiwania co do EBITDA w 2016p. Jednocześnie oczekując efektów działań optymalizacyjnych zarządu w zakresie zarówno kosztów, jak i przychodów grupy spodziewamy się wzrostu EBITDA w 2016p o 10% r/r do PLN 73m.

**Wycena.** Na naszych prognozach OT Logistics wyceniany jest obecnie na P/E 15.5x w 2015p, 11.8x w 2016p i 10.0x w 2017p przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 7.5x, 6.6x i 5.9x. Po zakupie udziałów w Luka Rijeka wartość księgowa aktywów nieoperacyjnych spółki wynosiła na koniec 3Q15 PLN 211m lub PLN 147/akcję (40% obecnego EV). Przy uwzględnieniu nieruchomości inwestycyjnych z 50% dyskontem do wartości księgowej oraz wartości rynkowej Luka Rijeka mnożnik EV/EBITDA spada do 5.5x w 2015p, 4.8x w 2016p i 4.2x w 2017p.

**Ryzyko kowenantów.** Po słabszych wynikach za 9M15 OT Logistics wykupiło EUR 1m z 5m obligacji serii C i dokonało podwyższenia kowenantu tej serii do 4.0x dług netto/EBITDA wobec wcześniejszych 3.5x (4.0x dla pozostałych serii). Na naszych prognozach wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnie wartość 3.6x na koniec 2015p i będzie spadał w następnych latach. Z drugiej strony wysoka dźwignia operacyjna i planowane inwestycje w port w Gdańsku czy Luka Rijeka rodzą ryzyko, iż przy niekorzystnym otoczeniu makro spółka będzie zmuszona do nagłej wyprzedaży aktywów nieoperacyjnych celem uniknięcia złamania kowenantów.

### OT Logistics: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	490.4	831.8	756.7	801.8	842.1
znorm. EBITDA	60.2	67.2	66.6	73.0	77.6
znorm. Zysk netto	18.0	17.8	15.3	20.0	23.6
znorm. P/E	13.2	13.3	15.5	11.8	10.0
znorm. EV/EBITDA	5.8	6.4	7.5	6.6	5.9
znorm. EV/EBITDA*	5.0	5.4	5.5	4.8	4.2
Dług netto/EBITDA	1.3	2.1	3.6	2.9	2.5

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, \*z uwzględnieniem 50% wartości księgowej nieruchomości i rynkowej wartości udziałów w Luka Rijeka

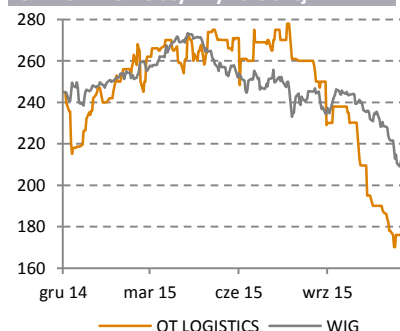
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	275
Poprzednia cena docelowa	337
Cena bieżąca (PLN)	166
Potencjał wzrostu/spadku	66%
Min (52T)	166
Max (52T)	278
Liczba akcji (m)	1.43
Kapitalizacja (PLNm)	247
Dług netto (PLNm)	238
EV (PLNm)	512
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.029

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-Wschodniej spółek z branży TSL oraz jednym z liderów europejskiego transportu rzeczno-portowego, 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**

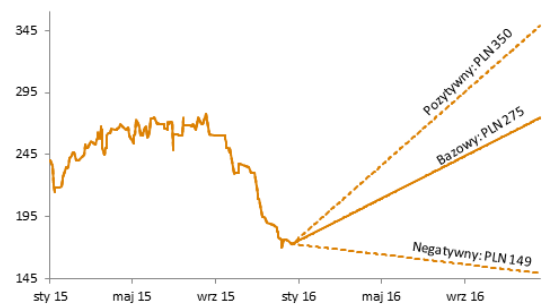
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	13.2	13.3	15.5	11.8	10.0
P/E* (x)	10.3	9.5	11.0	8.4	7.1
EV/EBITDA (x)	5.8	6.4	7.5	6.6	5.9
EV/EBITDA* (x)	5.0	5.4	5.5	4.8	4.2
EV/Sprzedaż (x)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Stopa dywidendy (%)**	4.2%	4.2%	2.2%	3.4%	4.0%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>490.4</b>	<b>831.8</b>	<b>756.7</b>	<b>801.8</b>	<b>842.1</b>
Koszty sprzedaży	-418.6	-726.6	-650.7	-685.0	-721.1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>71.8</b>	<b>105.2</b>	<b>106.0</b>	<b>116.8</b>	<b>121.0</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-52.0	-70.7	-72.9	-76.2	-75.8
EBITDA	71.6	82.0	64.1	73.0	77.6
<b>znorm. EBITDA</b>	<b>60.2</b>	<b>67.2</b>	<b>66.6</b>	<b>73.0</b>	<b>77.6</b>
Amortyzacja	28.1	29.1	32.0	32.3	32.3
<b>EBIT</b>	<b>43.5</b>	<b>52.8</b>	<b>32.1</b>	<b>40.7</b>	<b>45.2</b>
Koszty finansowe netto	-8.8	-13.0	-11.6	-12.8	-12.8
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>34.6</b>	<b>39.6</b>	<b>19.8</b>	<b>27.9</b>	<b>32.4</b>
Podatek dochodowy	-6.0	-6.7	-4.6	-5.9	-6.8
Udziały mniejszości	1.2	3.2	2.0	2.0	2.0
<b>Zysk netto</b>	<b>27.2</b>	<b>29.7</b>	<b>13.3</b>	<b>20.0</b>	<b>23.6</b>
<b>znorm. zysk netto</b>	<b>18.0</b>	<b>17.8</b>	<b>15.3</b>	<b>20.0</b>	<b>23.6</b>
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	6%	70%	-9%	6%	5%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	14%	12%	-1%	10%	6%
Wzrost znorm. zysku netto	44%	-1%	-14%	31%	18%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża EBITDA (%)	12.3%	8.1%	8.8%	9.1%	9.2%
Marża EBIT (%)	8.9%	6.4%	4.2%	5.1%	5.4%
Marża zysku netto (%)	3.7%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	217.9	262.8	255.9	250.4	245.7
Wartości niematerialne i prawne	4.7	50.1	48.8	46.1	43.4
Nieruchomości inwestycyjne	103.1	138.4	138.4	138.4	138.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	47.7	73.8	23.1	36.4	3.9
Należności handlowe	89.1	133.4	135.5	120.8	126.9
Zapasy	3.9	4.1	3.4	3.6	3.8
Pozostałe aktywa	34.9	49.2	125.8	125.8	125.8
<b>Aktywa razem</b>	<b>501.2</b>	<b>711.7</b>	<b>731.0</b>	<b>721.5</b>	<b>687.8</b>
Dług	137.3	243.1	256.6	250.6	194.6
Zobowiązania handlowe	60.1	110.3	110.3	90.1	94.8
Inne zobowiązania	54.6	86.9	82.1	82.1	82.1
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>252.0</b>	<b>440.3</b>	<b>449.0</b>	<b>422.8</b>	<b>371.6</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>249.1</b>	<b>271.4</b>	<b>282.0</b>	<b>298.7</b>	<b>316.3</b>
Udziały mniejszości	23.6	26.6	28.6	30.6	32.6
<b>Pasywa</b>	<b>501.2</b>	<b>711.7</b>	<b>731.0</b>	<b>721.5</b>	<b>687.8</b>
Kapitał obrotowy	32.9	27.2	28.6	34.3	35.8
Dług netto	89.6	169.4	233.5	214.2	190.8
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Zysk brutto</b>	<b>34.6</b>	<b>39.6</b>	<b>19.8</b>	<b>27.9</b>	<b>32.4</b>
Podatek dochodowy	-5.6	-4.4	-3.2	-5.9	-6.8
Amortyzacja	28.1	29.1	32.0	32.3	32.3
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.8	-9.8	-11.2	-5.7	-1.5
Inne zmiany	-11.9	-8.1	7.5	12.8	12.8
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>43.4</b>	<b>46.4</b>	<b>45.0</b>	<b>61.4</b>	<b>69.2</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-29.5	-72.0	-84.8	-24.0	-25.0
Inne przepływy inwestycyjne	8.0	10.6	5.2	1.0	1.0
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-21.5</b>	<b>-61.3</b>	<b>-79.6</b>	<b>-23.0</b>	<b>-24.0</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	28.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-18.8	63.3	8.1	-6.0	-56.0
Odsetki zapłacone	-10.0	-10.6	-12.9	-13.8	-13.8
Dywidendy	-5.4	-10.5	-10.4	-5.3	-8.0
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>-8.1</b>	<b>40.8</b>	<b>-16.0</b>	<b>-25.1</b>	<b>-77.8</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>13.8</b>	<b>25.8</b>	<b>-50.6</b>	<b>13.3</b>	<b>-32.6</b>
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/EBITDA (x)	1.3	2.1	3.6	2.9	2.5
Dług netto/aktywa	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Dług netto/kapitały własne (x)	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	4.4	5.0	2.5	3.0	3.3
ROE (%)	11.4%	12.1%	5.4%	7.4%	8.1%
ROA (%)	5.4%	4.2%	1.8%	2.8%	3.4%

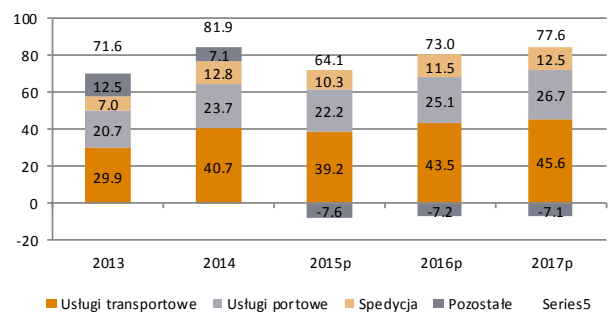
Podstawowe dane	
Cena akcji (PLN)	166
Min (52W, PLN)	166
Max (52W, PLN)	278
Kapitalizacja (PLN m)	237
Dług netto (PLNm, 3Q15)	238
EV (PLN m)	502

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	9.3	14.0	16.5
BVPS (PLN)	185.1	190.1	197.5	209.2	221.5
DPS (PLN)**	7.0	7.0	3.7	5.6	6.6

Analiza scenariuszowa	EBITDA		Zysk netto		12m CD PLN
	2015p	2016p	2015p	2016p	
Pozytywny	69.2	78.0	17.3	24.0	350
Bazowy	66.6	73.0	15.3	20.0	275
Negatywny	64.1	63.5	13.4	12.6	149



Segmenty	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody (PLN m)</b>	<b>490</b>	<b>832</b>	<b>757</b>	<b>802</b>	<b>842</b>
Transport	289	370	304	329	339
Usługi portowe	107	134	158	160	163
Spedycja	257	513	458	488	528
Pozostałe	19	22	20	18	16
Wyłączenia	-181	-207	-183	-194	-203

**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%	2.0%	2.7%	3.0%
Obrotowość aktywów	1.0	1.2	1.0	1.1	1.2
Dźwignia finansowa	2.0	2.6	2.6	2.4	2.2
<b>ROE</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>

**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 ratunkowej wyprzedaży aktywów spółki.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, \*Dywidenda z zysku za dany rok finansowy \*\*Wskaźniki skorygowane o 50% wart. księg. Nieruchomości i rynkową wartość udziałów w Luka Rijeka

## Słabe wyniki za 3Q15

Po słabym 2Q15 w wymagającym otoczeniu makroekonomicznym wyniki 3Q15 okazały się równie rozczarowujące i spółce nie udało się istotnie poprawić wyników jak to miało miejsce w 3Q14. Z uwagi m.in. na ciągnącą się zapaść w przeładunkach portowych węgla i koksu, suszę ograniczającą żeglugę w Niemczech oraz zaburzenia dostaw węgla do elektrociepłowni w Berlinie EBITDA w 3Q15 wyniosła jedynie PLN 13.4m, co oznacza spadek o 38% r/r przy wyniku netto na poziomie PLN 1m wobec PLN 7.5m rok wcześniej.

**Tabela 1. Podsumowanie wyników OT Logistics w 3Q15 (PLN m)**

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	%r/r	%k/k	3Q15P	%
<b>Przychody</b>	<b>217.1</b>	<b>220.9</b>	<b>186.0</b>	<b>184.4</b>	<b>183.6</b>	<b>-15%</b>	<b>0%</b>	<b>199.5</b>	<b>-8%</b>
Usługi transportowe	102.3	97.0	67.1	72.1	73.3	-28%	2%	84.0	-13%
Usługi portowe	44.5	43.8	45.6	38.0	36.6	-18%	-4%	42.5	-14%
Spedycja	124.9	124.1	109.9	111.4	116.9	-6%	5%	114.6	2%
EBITDA	21.7	34.3	17.6	12.2	13.4	-38%	10%	20.7	-35%
<b>znorm. EBITDA</b>	<b>21.7</b>	<b>22.3</b>	<b>17.6</b>	<b>14.7</b>	<b>13.4</b>	<b>-38%</b>	<b>-9%</b>	<b>20.7</b>	<b>-35%</b>
EBIT	14.0	24.9	9.7	4.0	5.3	-62%	32%	12.7	-58%
Zysk netto	7.5	17.0	5.9	-0.3	1.0	-87%	n.a.	7.8	-88%
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>5.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>-87%</b>	<b>-44%</b>	<b>7.8</b>	<b>-88%</b>

Źródło: Spółka, szacunki Vestor DM

**Przychody.** W 3Q15 OT Logistics wypracowało przychody na poziomie PLN 183.6m, 8% poniżej naszej prognozy i 15% poniżej poziomu z 3Q14. Na spadek skonsolidowanych przychodów w ujęciu rocznym największy wpływ miał segment transportowy, gdzie przychody spadły o 28% r/r z uwagi na sprzedaną spółkę holenderską. Negatywnie zaskoczył nas przede wszystkim segment usług portowych, gdzie przychody okazały się nie tylko o 18% niższe r/r, ale także o 4% niższe w ujęciu kwartalnym. Wpływ na to musiało mieć załamanie wolumenów przeładunku węgla, a także zapewne brak wolumenów rudy żelaza w PHŚ.

**Rentowność.** EBITDA w 3Q15 wyniosła PLN 13.4m (-38% r/r) i była 35% niższa od naszych oczekiwań. Najbardziej negatywnie zaskoczył nas brak zdecydowanego odbicia w segmencie portowym, gdzie spodziewaliśmy się EBITDA na poziomie PLN 7m podczas, gdy raportowana EBITDA wyniosła PLN 5.3m. Podczas spotkania powynikowego zarząd spółki tłumaczył słabszy wynik segmentu portowego przede wszystkim słabszymi wynikami OT Portu Gdynia (BTDG), który w 3Q15 borykał się ze spadkiem wolumenów przeładunku zbóż i towarów agro. Niemniej EBITDA wypadła poniżej naszych oczekiwań w każdym segmencie działalności. W segmencie transportowym słabsza EBITDA była tłumaczona efektem suszy oraz pożaru w elektrociepłowni Vatenfalla w Berlinie, co spowodowało wstrzymanie dostaw drogą wodną do tej ciepłowni przez ponad 3 tygodnie. Zarząd zwrócił także uwagę na ciężką sytuację we frachcie morskim, gdzie po dużych spadkach stawek, firmom spedycyjnym jak C.Hartwig ciężko poprawić marżowość. Przy 58% niższym od oczekiwanego przez nas wyniku EBIT na poziomie PLN 5.3m i kosztach finansowych na poziomie PLN 4m, skonsolidowany zysk netto w 3Q15 wyniósł PLN 1m, -87% r/r i -44% k/k.

**Przepływy pieniężne i dług netto.** W 3Q15 OTL zanotowało dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości PLN 8.4m wobec PLN 15.2m w 2Q15. Po zakupie udziałów w porcie w Rijece wydatki inwestycyjne w 3Q15 wyniosły aż PLN 71m, co spowodowało wzrost długu netto spółki do PLN 238m wobec PLN 171m na koniec 2Q15. Wskaźnik dług netto do 12m znorm. EBITDA po 3Q15 wyniósł 3.5x, co oznaczało wartość graniczną dla kowenantu na emisji obligacji serii B o wartości EUR 5m (choć wszystkie kowenanty są rozpatrywane po zakończeniu roku obrotowego a nie w trakcie jego trwania).

## Zmiana prognoz finansowych

Po słabych wynikach 3Q15 obniżamy naszą prognozę znorm. EBITDA na 2015p o 14% do PLN 66.6m. Dodatkowo z uwagi na wyższe koszty finansowe, związane m.in. z nową emisją obligacji i jednorazowymi opłatami, a także z uwagi na wyższą amortyzację obniżamy naszą prognozę znormalizowanego zysku netto o 37% do PLN 15.3m. Nasza całoroczna prognoza implikuje EBITDA w 4Q15 na poziomie PLN 20.9m wobec jedynie PLN 14.7m w 2Q15 i PLN 13.4m w 3Q15. Z uwagi na:

- (1) pogłębiający się trend spadkowy w przewozach i przeładunku węgla i koksu w portach polskich,
- (2) niskie stawki frachtu morskiego uniemożliwiające utrzymanie marż przez spedycytorów morskich (C.Hartwig),
- (3) niepewność co do zapotrzebowania hut środkowoeuropejskich na rudę żelaza z kierunków zamorskich ze względu na import rudy z Ukrainy oraz problem związany z importem taniej chińskiej stali na rynek UE,

obniżyliśmy także naszą prognozę EBITDA na lata 2016p i 2017p o 11% i 12% do odpowiednio PLN 73m i PLN 77.6m. Z uwagi na zwiększoną wartość amortyzacji i koszty finansowe związane chociażby z nabyciem udziałów Luka Rijeka, z tytułu którego nie wynika żaden pozytywny wpływ na EBIT, obniżamy także prognozę zysku netto na 2016p i 2017p o 25% i 28% do PLN 20m i PLN 23.6m. Jednocześnie oczekujemy jednak, że w 2016p i 2017p spółka zacznie odnotowywać pierwsze pozytywne efekty działań optymalizacyjnych podejmowanych przez nowy zarząd, co przełoży się na wzrost EBITDA o 10% r/r w 2016p i 6% r/r w 2017p.

**Tabela 2. OT Logistics: Zmiana prognoz finansowych na lata 2015-17p (PLNm)**

	2015p			2016p			2017p		
	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana
Przychody	779.3	756.7	-3%	824.9	801.8	-3%	875.2	842.1	-4%
EBIT	42.4	32.1	-24%	49.3	40.6	-18%	56.5	45.2	-20%
znorm. EBITDA	77.0	66.6	-14%	82.1	73.0	-11%	88.6	77.6	-12%
znorm. zysk netto	24.2	15.3	-37%	26.8	20.0	-25%	32.6	23.6	-28%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Zadłużenie i plany inwestycyjne

Pomimo gorszych od oczekiwanych wyników w 9M15 zwracamy uwagę na fakt, że w każdym z analizowanych kwartałów spółka wygenerowała dodatnie operacyjne przepływy pieniężne, co należy ocenić pozytywnie. Niemniej jednak z uwagi na działalność akwizycyjną i nabycie 20% akcji w Luka Rijeka dług netto wzrósł na koniec 3Q15 do PLN 238m. Według naszych prognoz spodziewamy się spadku długu netto na koniec 2015r. do PLN 233m, co będzie implikowało wskaźnik dług netto/EBITDA 3.6x. Przypominamy, iż kowenant zadłużenia dla wszystkich emisji obligacji poza serią C wynosi 4.0x dług netto/EBITDA. W przypadku serii C o nominale EUR 5m kowenant ten wynosił 3.5x jednakże w dniu 16 grudnia spółka kupiła 20% tej emisji przy pomocy kredytu bankowego, a pozostała część obligatariuszy 22 grudnia zgodziła się na podwyższenie poziomu kowenantu do 4x za cenę dodatkowej płatności (o nieujawnionej wysokości) oraz rezygnację przez OT Logistics z możliwości przedterminowego wykupu tychże obligacji.

Zakładając jedynie capex odtworzeniowy na poziomie PLN 25m w naszych prognozach oczekujemy systematycznego spadku długu netto do PLN 214m w 2016p i PLN 191m w 2017p przy bezpiecznym poziomie wskaźnika długu netto/EBITDA na poziomie odpowiednio 2.9x i 2.5x. Jednakże w naszym modelu nie uwzględniamy planów spółki dotyczących:

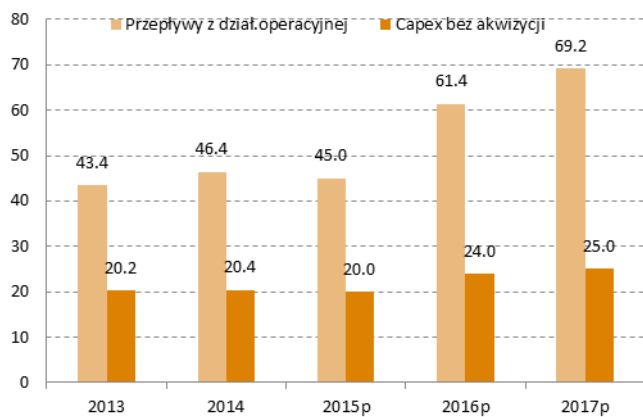
- (1) przejęcia kontroli nad chorwackim portem w Rijece poprzez porozumienie akcjonariuszy bądź skup 30% akcji tej firmy,

(2) projektu budowy nowego terminala masowego w porcie w Gdańsku, którego koszt budowy może oscylować w przedziale PLN 100-150m w okresie 2016-18p.

Z drugiej strony zwracamy uwagę, że przejęcie kontroli nad spółką Luka Rijeka i jej pełna konsolidacja mogłaby mieć pozytywny wpływ na dług netto OTL i wskaźnik dług netto/EBITDA, ponieważ chorwacka spółka po 3Q15 charakteryzowała się dodatnią pozycją gotówkową netto ok. PLN 110m. W przypadku budowy terminalu masowego w Gdańsku pomimo zakładanego przez spółkę finansowania project finance oraz udziału partnera strategicznego (przyszłego klienta bądź wykonawcę tego projektu) wierzymy, że spółka będzie musiała znaleźć środki własne na udział w tej inwestycji, co znacznie zwiększy prognozowane przez nas wydatki inwestycyjne i profil długu netto.

**Wykres 1. OT Logistics: Prognoza nakładów inwestycyjnych i operacyjnych przepływów pieniężnych**

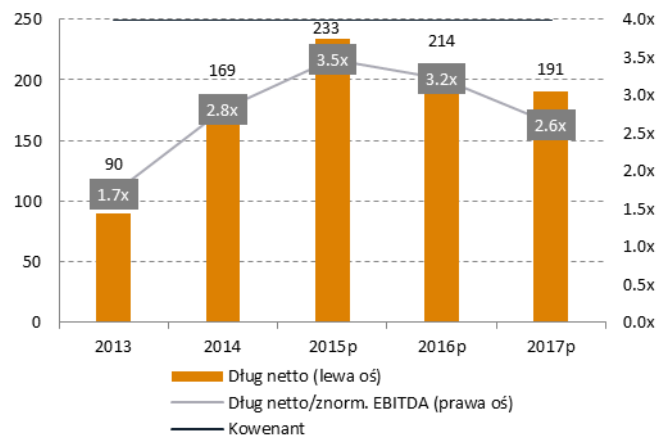
Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 2. OT Logistics: Dług netto i wskaźnik dług netto/EBITDA**

Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Wycena: Cena docelowa PLN 275 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 1) wartość nieruchomości inwestycyjnych, jako aktywów nieoperacyjnych z 50% dyskontem do ich wartości księgowej tj. PLN 69m lub PLN 48.5 na akcję oraz 2) bieżącą wartość rynkową posiadanych przez OTL akcji Luka Rijeka – PLN 65.8m lub PLN 46 na akcję. Przypisując obydwu wycenom równe wagi oszacowaliśmy wartość godziwą akcji OT Logistics na PLN 252/akcję i na jej podstawie wyznaczyliśmy 12miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 275/akcję.

**Tabela 3. OT Logistics: Podsumowanie wyceny**

Metoda Wyceny	Metodologia	PLNm	PLN/akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2015-2019	326	229	50%	WACC 9.1-9.7%, stopa wzrostu 1 %
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	393	275	50%	Równe wagi dla 4 mnożników
<b>Wycena akcji OT Logistics</b>	<b>Średnia ważona</b>	<b>360</b>	<b>252</b>		
<b>12m cena docelowa</b>		<b>393</b>	<b>275</b>		
Obecna wycena rynkowa		237	166		

Źródło: Szacunki Vestor DM



## Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-16p 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 4. OT Logistics: Spółki porównawcze**

	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
<b>Operatorzy portowi</b>						
Piraeus Port Authority	35.4	35.0	18.4	13.7	14.3	12.2
Hamburger Hafen Und Logistik	16.6	15.9	14.4	5.1	4.9	4.6
Luka Koper	10.2	9.5	8.5	6.0	5.6	5.3
Eurokai KgaA	12.3	10.6	9.6	9.7	8.8	8.1
Thessaloniki Port Authority	13.4	11.5	n.a.	7.7	6.4	6.4
Global Ports Investments PLC	6.5	5.7	4.7	5.8	5.9	5.5
Novorossiysk Commercial Port	4.4	2.4	2.2	3.9	3.8	3.6
<b>Mediana</b>	<b>12.3</b>	<b>10.6</b>	<b>9.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.9</b>	<b>5.5</b>
<b>OT Logistics</b>	<b>15.5</b>	<b>11.8</b>	<b>10.0</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>
<i>premia/dyskonto</i>	<i>26%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>25%</i>	<i>12%</i>	<i>8%</i>
<b>Przewoźnicy</b>						
D/S Norden	8.9	14.9	10.4	3.9	5.0	4.6
D'Amico International Shipping	5.5	5.9	5.9	7.2	6.6	6.2
Fisher (James) & Sons PLC	16.0	15.5	14.1	9.2	9.0	8.3
Norbert Dentressangle	19.1	15.7	13.4	8.4	7.9	7.1
DFDS A/S	16.1	13.9	13.1	8.7	8.1	7.8
Wilh. Wilhelmsen ASA	7.7	4.7	3.9	5.9	4.3	4.1
Golden Ocean Group Ltd	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26.6	11.4
PKP Cargo SA	10.7	10.6	9.0	4.9	4.6	4.1
Globaltrans Investments PLC	20.8	13.1	9.8	5.1	4.9	4.4
<b>Mediana</b>	<b>20.8</b>	<b>13.1</b>	<b>9.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>
<b>OT Logistics</b>	<b>15.5</b>	<b>11.8</b>	<b>10.0</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>
<i>premia/dyskonto</i>	<i>-25%</i>	<i>-10%</i>	<i>2%</i>	<i>14%</i>	<i>0%</i>	<i>-4%</i>
<b>Spedytorzy i kompleksowi operatorzy logistyczni</b>						
Panalpina Welttransport AG	31.0	27.5	20.7	13.1	10.6	8.8
Kuehne & Nagel Intl AG	26.6	23.4	22.1	14.8	14.3	13.5
Clarkson PLC	24.9	20.0	16.1	12.7	9.7	9.0
ID Logistics Group	46.2	28.3	23.2	10.8	10.1	9.3
Clasquin	33.2	18.7	15.9	7.9	7.0	6.6
DSV A/S	26.9	21.2	19.8	15.5	14.8	13.6
Vtg Ag	35.8	23.4	15.7	7.3	6.8	6.5
Logwin AG	34.9	14.0	14.6	5.9	5.7	5.2
Stolt-Nielsen Ltd	12.5	5.3	5.6	5.2	5.3	5.1
<b>Mediana</b>	<b>31.0</b>	<b>21.2</b>	<b>16.1</b>	<b>10.8</b>	<b>9.7</b>	<b>8.8</b>
<b>OT Logistics</b>	<b>15.5</b>	<b>11.8</b>	<b>10.0</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>
<i>premia/dyskonto</i>	<i>-50%</i>	<i>-44%</i>	<i>-38%</i>	<i>-31%</i>	<i>-32%</i>	<i>-33%</i>

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 31%, przewoźnikom 54% oraz 14% firmom spedycyjnym i kompleksowym operatorom logistycznym. Wycenę opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-16p i wszystkim czterem mnożnikom przypisujemy równe wagi. Wycena porównawcza wskazuje wartość prowadzonej przez OT Logistics działalności na PLN 181 na akcję. Zwracamy uwagę, iż przy wycenie w oparciu o mnożniki EV/EBITDA skorygowaliśmy prognozowany dług netto. Dodatkowo po uwzględnieniu wartości

aktywów nieoperacyjnych przy 50% dyskoncie do wartości bilansowej oraz wartość rynkowej zakupionych udziałów w porcie w Rijecie tj. PLN 64m wyceniamy wartość kapitałów własnych OT Logistics na PLN 275 na akcję.

**Tabela 5. OT Logistics: Wycena porównawcza – podsumowanie**

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Porty	55%	12.3	10.6	9.1	6.0	5.9	5.5
Przewoźnicy/operatorzy	31%	20.8	13.1	9.8	6.6	6.6	6.2
Spedytorzy	14%	31.0	21.2	16.1	10.8	9.7	8.8
<b>Średnia ważona</b>	<b>x</b>	<b>19.6</b>	<b>13.5</b>	<b>10.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>
OTL wyniki (znormalizowane)	PLN m	15.3	20.0	23.6	66.6	73.0	77.6
Dług netto	PLN m				233	214	191
OTL: Wycena implikowana	PLN m	300	270	248	206	257	271
<b>OTL: Wycena na akcję</b>	<b>PLN/akcja</b>	<b>210</b>	<b>189</b>	<b>174</b>	<b>144</b>	<b>180</b>	<b>190</b>
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
<b>OTL: Średnia wycena na akcję</b>	<b>PLN/akcja</b>			<b>181</b>			
Nieruchomości inwestycyjne*	PLN/akcja			48			
Akcje w Luka Rijeka	PLN/akcja			46			
<b>OTL: Wycena na akcję</b>	<b>PLN/akcja</b>			<b>275</b>			

Źródło: Szacunki Vestor DM, \*wartości nieruchomości inwestycyjnych odnoszą się do wartości księgowej z 50% dyskontem

## Wycena metodą DCF

Wyznaczamy wartość działalności OT Logistics metodą DCF na PLN 326m lub PLN 229 na akcję.

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

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2015-19p (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 1%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 9.1%-8.8% na lata 2015-19p 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 6. OT Logistics: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2015-19p	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	4.5%
Beta (x)	1.7x	1.42x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.9%</b>
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	5.0%	5.0%
Stopa podatkowa (%)	21.0%	21.0%
<b>Koszt kapitału obcego</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.5%</b>
% D	47.6%	36.0%
% E	52.4%	64.0%
<b>WACC (%)</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.7%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 7. OT Logistics: Wycena DCF**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	Jednostka	4Q15p	2016p	2017p	2018p	2019p	TV
EBIT	PLN m	13	41	45	49	49	
Podatek od EBIT	PLN m	-3	-9	-9	-10	-10	
NOPAT	PLN m	10	32	36	38	39	39
Amortyzacja	PLN m	8	32	32	33	33	25
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	-5	-6	-2	0	0	0
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-6	-24	-25	-26	-26	-25
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>PLN m</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>39</b>
ROIC (%)	%	2%	6%	7%	8%	8%	
Czynnik dyskontowy	%	98%	90%	82%	75%	69%	
Wartość bieżąca FCF	PLN m	6	31	34	33	32	
Wartość bieżąca FCF 2015-2018	PLN m	136					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	1%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	311					
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	447					
Dług netto	PLN m	238					
Mniejszości	PLN m	27					
Wartość aktywów nieoperacyjnych	PLN m	135					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>PLN m</b>	<b>317</b>					
Liczba akcji	mln	1.43					
<b>Wartość godziwa na akcję na 31.12.2014</b>	<b>PLN/akcję</b>	<b>222</b>					
Miesiąc	X	3					
<b>Wycena działalności OTL</b>	<b>PLN/akcję</b>	<b>229</b>					

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Analiza wrażliwości wyceny DCF

**Tabela 8. OT Logistics: Wrażliwość modelu DCF (wartość godziwa w PLN/akcję)**

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
		-1%	0%	1%	2%	3%
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.5%	191	212	238	271	314
	3.0%	187	208	233	266	307
	3.5%	183	203	<b>229</b>	260	301
	4.0%	179	199	224	255	296
	4.5%	175	195	219	250	290

Źródło: Szacunki Vestor DM

		Beta (x)				
		0.6x	0.8x	1.0x	1.2x	1.4x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	3.5%	333	296	265	239	216
	4.0%	316	278	246	219	196
	4.5%	301	261	<b>229</b>	202	179
	5.0%	286	246	213	186	164
	5.5%	273	232	199	172	150

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 ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN 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 jakkolwiek 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 znajdując 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 OBYWATEŁOM 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 nagle 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, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.**

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

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI 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 nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymał 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc 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, 10 rekomendacji Akumuluj, 8 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 53 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 25 czerwca 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 341,00 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 265,00 PLN oraz w dniu 10 września 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 337,00 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 260,00 PLN. 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 równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda 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**