

- Prognozujemy CAGR znorm. EBITDA na poziomie 55% w latach 2014-2016p.
- Oczekujemy przekazać 102 mieszkań w 2015p oraz 127 w 2016p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na EV/znorm. EBITDA w wysokości 13.5x na 2015p

Sukces deweloperski oparty o przemysł

GK Immobile powstała w 2012 r. poprzez połączenie giełdowej spółki przemysłowej Makrum z firmą hotelarsko-nieruchomościową Immobile. Obecnie, poza przemysłem i sektorem hotelowym, GK Immobile rozwija działalność w segmencie najmu nieruchomości i segmencie deweloperskim. Dzięki działalności deweloperskiej, nowym produktom w segmencie przemysłowym oraz dalszemu rozwojowi sieci Focus Hotels, oczekujemy wzrostu znorm. EBITDA o 83% i 31% w latach 2015-2016p do PLN 17.9mln i PLN 23.5mln. Wyceniamy EV segmentu najmu aktywów Immobile na PLN 59.8mln oraz EV pozostałej działalności na PLN 217mln według metody DCF i PLN 227mln według metody porównawczej. Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla Immobile na poziomie PLN 2.7/akcję.

Skokowy wzrost przychodów w 2015p. Po udanej restrukturyzacji w segmencie przemysłowym (66% wzrost sprzedaży w 2014 r.), oczekujemy wzrostu przychodów, na bazie oczekiwanej poprawy sprzedaży projektów maszynowych oraz produktów własnych, w tym od 2016p parkingów automatycznych. Jednakże największym motorem wzrostu przychodów grupy będzie segment deweloperski, tj. projekt mieszkaniowy Platanowy Park w Bydgoszczy (na terenach Makrum). Projekt ten zakłada oddanie 1,246 mieszkań w ciągu 6-7 lat. W latach 2015-2016p przy założeniu przekazania mieszkań na poziomie 102 oraz 127, prognozujemy przychody z działalności deweloperskiej Immobile odpowiednio w wysokości PLN 25.6mln i PLN 38.1mln. W segmencie hotelowym celem strategicznym spółki jest osiągnięcie skali 3,000 pokoi do 2020 r. W latach 2015-2016p oczekujemy otworzyć dwóch nowych hoteli, które zwiększą łączną liczbę pokoi sieci Focus do 757 (vs. 535 na koniec 2014 r.).

Prognozujemy CAGR przychodów w wysokości 33% oraz CAGR znorm. EBITDA 55% w latach 2014-2016p. W latach 2015-2016p oczekujemy sprzedaży na poziomie PLN 129.3mln i PLN 159.6mln oraz zysku brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 27.0mln (marża 20.9%) i PLN 33.8mln (marża 21.2%). Prognozujemy znorm. EBITDA w wysokości PLN 17.9mln w 2015p oraz PLN 23.5mln w 2016p. Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 3.6mln oraz PLN 3.8mln prognozujemy znorm. zysk netto w latach 2015-2016p na poziomie PLN 6.7mln oraz PLN 10.9mln. Nasze prognozy implikują istotną poprawę bilansu spółki i spadek długu netto z PLN 75.9mln na koniec 2014 r. (dług netto/znorm. EBITDA 7.8x) do PLN 60.2mln na koniec 2015p (dług netto/znorm. EBITDA 3.4x).

Wyznaczamy cenę docelową Immobile na PLN 2.7/akcję. Wyceniamy Immobile dwiema metodami: 1) SOTP na PLN 2.8/akcję oraz 2) metodą porównawczą na PLN 2.9/akcję. Przyznajemy 100% wagi wycenie uzyskanej metodą SOTP oraz 0% wagi wycenie metodą porównawczą. Cenę godziwą akcji określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami SOTP i porównawczą oraz pomniejszoną o 10% dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej wyznaczamy na poziomie PLN 2.5/akcję, a cenę docelową na poziomie PLN 2.7/akcję.

Tabela 1. Immobile: Prognozy i wskaźniki.

PLNm	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	83.5	64.7	90.9	129.3	159.6	188.1
Znrm. EBITDA	13.2	9.0	9.8	17.9	23.5	30.7
Znrm. zysk netto	6.9	-1.4	-1.2	6.7	10.9	16.3
Znrm. P/E	24.2	n.a.	n.a.	24.9	15.4	10.2
Znrm. EV/EBITDA	18.4	27.1	24.8	13.5	10.3	7.9

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

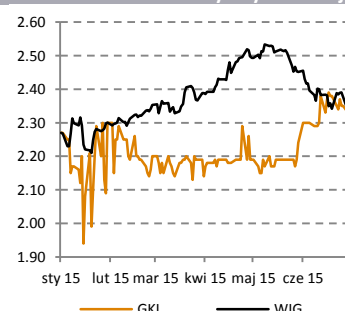
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	2.7
Cena bieżąca (PLN)	2.3
Potencjał wzrostu/spadku	18%
Min (52T)	1.9
Max (52T)	2.7
Liczba akcji (m)	72.86
Kapitałizacja (PLNm)	166.9
Dług netto (4Q2014, PLNm)	75.9
EV (PLNm)	242.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.04

Akcjonariat	%
Rafał Jerzy	78.9%
Sławomir Winiecki	5.3%
Pozostali	15.8%

Opis spółki

Immobile to spółka o strukturze holdingowej, która działa w sektorach: przemysłowym (54% przychodów w 2014 r.), hotelarskim (29%), najmu nieruchomości (9%), budowlanym (7%) oraz od 2014 r. w sektorze handlu detalicznego. Swoje produkty grupa sprzedaje zarówno na rynku krajowym (75% przychodów w 2014 r.) oraz za granicę (25%). Spółka wywodzi się z przedsiębiorstwa przemysłowego Makrum, a zmiana nazwy na Immobile w kwietniu 2014 r. związana jest procesem restrukturyzacji grupy w latach 2012-2014.

Immobile vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Piotr Raciborski
Analityk akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514
(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

Immobile

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

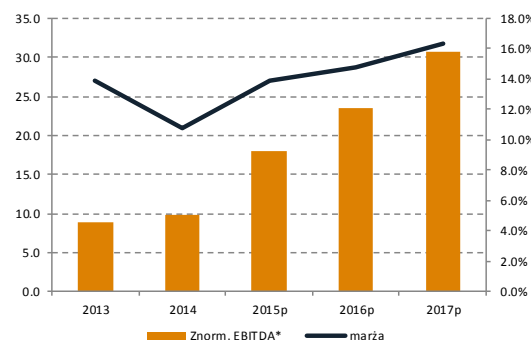
Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	83.5	64.7	90.9	129.3	159.6	188.1
Koszty sprzedaży	-63.9	-54.3	-73.2	-102.2	-125.8	-145.8
Zysk brutto ze sprzedaży	19.6	10.4	17.7	27.0	33.8	42.4
Koszty operacyjne	-13.1	-11.3	-13.1	-15.2	-16.6	-18.1
Pozostała działalność op.	3.1	0.1	-9.5	0.0	0.0	17.9
EBITDA	17.0	6.9	1.7	17.9	23.5	48.6
Znorm. EBITDA*	13.2	9.0	9.8	17.9	23.5	30.7
Amortyzacja	-7.5	-7.7	-6.6	-6.1	-6.3	-6.5
EBIT	9.5	-0.8	-4.9	11.8	17.2	42.1
Koszty finansowe netto	2.8	-2.7	-7.5	-3.6	-3.8	-4.1
Zysk przed opodatkowaniem	12.4	-3.5	-12.5	8.3	13.4	38.0
Podatek dochodowy	-0.9	0.3	15.3	-2.2	-3.0	-3.8
Zysk netto	11.5	-3.2	2.8	6.0	10.4	34.2
Znorm. zysk netto**	6.9	-1.4	-1.2	6.7	10.9	16.3
Bilans	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	159.6	162.3	124.3	120.1	116.6	113.0
Nieruchomości inwestycyjne	36.8	49.9	75.1	75.8	87.5	113.2
Wartości niematerialne i prawne	4.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Inne aktywa trwałe	2.8	2.7	12.9	11.5	9.1	5.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.8	1.7	2.9	7.9	10.3	15.3
Należności handlowe (w tym budowlane)	18.2	8.7	29.0	25.2	29.5	34.3
Zapasy	3.9	1.2	10.9	21.9	32.0	45.1
Inne aktywa obrotowe	5.0	11.9	7.8	11.6	14.1	16.6
Aktywa razem	233.5	238.8	263.4	274.4	299.6	343.8
Dług krótkoterminowy	13.4	19.7	28.4	25.2	25.2	25.2
Zobowiązania handlowe	24.5	5.9	13.2	18.5	22.7	26.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	-6.5	6.3	11.9	21.9	27.5	31.7
Dług długoterminowy	34.8	43.9	50.5	43.6	50.1	54.6
Inne zobowiązania długoterminowe	20.7	20.7	15.6	15.3	13.8	11.5
Kapitały własne	146.5	142.4	143.9	149.9	160.3	194.5
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasywa	233.5	238.8	263.4	274.4	299.6	343.8
Dług netto	45.3	61.8	75.9	60.2	64.3	63.9
Przepływy pieniężne	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk brutto	12.4	-3.5	-12.5	8.3	13.4	38.0
Podatek dochodowy	1.2	-1.4	-1.8	-2.2	-3.0	-3.8
Amortyzacja	7.5	7.7	6.6	6.1	6.3	6.5
Zmiany w kapitale obrotowym	4.0	2.0	-12.4	13.0	-1.8	-9.3
Inne zmiany	-7.3	1.7	14.7	4.9	5.2	-12.5
Przepływy z działalności operacyjnej	17.8	6.5	-5.4	30.0	20.0	18.9
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-14.9	-19.4	-5.0	-11.8	-20.8	-14.8
Inne przepływy inwestycyjne	11.2	7.8	1.9	0.2	0.2	0.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3.8	-11.6	-3.1	-11.6	-20.6	-14.6
Zmiany netto zadłużenia	-9.2	7.2	14.7	-10.1	6.5	4.5
Odsetki zapłacone	-3.2	-2.3	-3.7	-3.3	-3.5	-3.8
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-12.9	4.0	9.7	-13.4	3.0	0.7
Zmiana gotówki	1.1	-1.1	1.2	5.0	2.4	5.0
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	50%	-23%	40%	42%	23%	18%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	190%	-32%	9%	83%	31%	31%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	62%	50%
Marże	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża brutto (%)	23.5%	16.1%	19.4%	20.9%	21.2%	22.5%
Marża znorm. EBITDA (%)	15.8%	10.6%	1.8%	13.9%	14.7%	25.8%
Marża znorm. EBIT (%)	6.8%	2.0%	3.5%	9.1%	10.8%	12.9%
Marża znorm. zysku netto (%)	8.3%	-2.2%	-1.3%	5.2%	6.8%	8.7%
Dźwignia i stopy zwrotu	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/znorm. EBITDA* (x)	3.4	6.9	7.8	3.4	2.7	2.1
Dług netto/Kapitały własne (x)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.0	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.0	-0.4	-1.3	3.6	4.9	11.1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-37	15	99	64	74	94
ROA (%)	4.9%	-1.4%	1.1%	2.2%	3.6%	10.6%
ROIC (%)	0.0%	1.3%	-1.0%	11.0%	14.3%	19.2%
ROE (%)	7.8%	-2.2%	2.0%	4.1%	6.7%	19.3%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

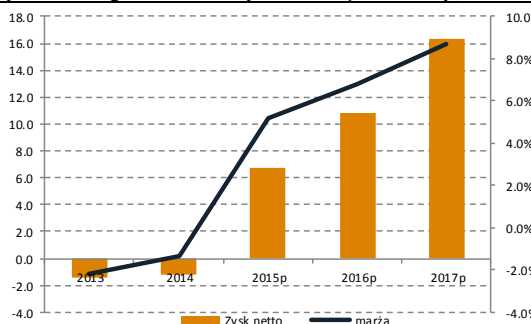
*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne; **Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne, rozpoznanie aktywa podatkowego oraz stratę finansową związaną z rozliczeniem kontraktu IRS

Wskaźniki wyceny	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	n.a.	24.9	15.4	10.2
EV/znorm. EBITDA (x)	24.8	13.5	10.3	7.9
EV/Sprzedaż (x)	2.7	1.9	1.5	1.3
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
Stopa FCF (%)	-11%	6%	-5%	-1%
Stopa dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%
Na akcję	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba akcji (średnia, mln)	72.9	72.9	72.9	72.9
Znorm. zysk na akcję (PLN)	-0.02	0.09	0.15	0.22
BPS (PLN)	2.0	2.1	2.2	2.7
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF na akcję (PLN)	-0.26	0.13	-0.11	-0.02
Przychody	2014	2015p	2016p	2017p
Przemysł	49.4	58.5	68.7	75.2
Hotelarstwo	25.8	28.8	35.4	45.1
Konsulting budowlany	6.6	6.0	5.6	5.2
Najem	8.0	8.9	9.9	13.2
Developing	0.0	25.6	38.1	47.1
Pozostała działalność	1.1	1.4	1.9	2.4
Suma	90.9	129.3	159.6	188.1
Zysk brutto ze sprzedaży	2014	2015p	2016p	2017p
Przemysł	8.3	10.0	12.0	13.1
Hotelarstwo	7.5	8.4	10.3	13.2
Konsulting budowlany	0.4	0.3	0.3	0.2
Najem	3.2	3.5	3.8	6.6
Developing	0.0	5.1	7.5	9.3
Pozostała działalność	-1.7	-0.2	-0.1	0.0
Suma	17.7	27.0	33.8	42.4

Wykres 1. Prognoza znorm. EBITDA (2013-2017p, PLNmln)



Wykres 2. Prognoza znorm. zysku netto (2013-2017p, PLNmln)



Nadchodzące wydarzenia

2015-08-27	Publikacja raportu za 1H2015
2015-11-12	Publikacja raportu za 3Q2015

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne	4
Wycena.....	6
Model biznesowy.....	10
Strategia	21
Ryzyka	22
Wyniki finansowe za 1Q15.....	23
Prognozy finansowe	25
Otoczenie rynkowe.....	33

Podsumowanie inwestycyjne

Zdywersyfikowany holding. Immobile to spółka o strukturze holdingowej, która działa w sektorach: przemysłowym (54% przychodów w 2014 r.), hotelarskim (29%), najmu nieruchomości (9%), budowlanym (7%) oraz od 2014 r. w sektorze handlu detalicznego. Swoje produkty grupa sprzedaje zarówno na rynku krajowym (75% przychodów w 2014 r.) jak i za granicą (25% przychodów w 2014 r.). Spółka wywodzi się z przedsiębiorstwa przemysłowego Makrum, specjalizującego się w produkcji przemysłowej na potrzeby sektorów maszynowego, offshore oraz subsea, a zmiana nazwy na Immobile w kwietniu 2014 r. związana była z procesem restrukturyzacji grupy przeprowadzonym w latach 2012-2014.

Proces restrukturyzacji zakończony w 2014 r. Po znacznym pogorszeniu wyników w latach 2009-2011 związanych ze spadkiem zapotrzebowania na dobra inwestycyjne na skutek światowego kryzysu gospodarczego Grupa kapitałowa Immobile w latach 2012-2014 przechodziła proces restrukturyzacji, polegający na: 1) restrukturyzacji kosztowej spółki Makrum, 2) dywersyfikacji działalności spółki przez włączenie do grupy spółki Immobile w drodze emisji aportowej, 3) uproszczeniu struktury grupy w celu zwiększenia przejrzystości segmentów biznesowych oraz poprawy kontroli nad spółkami operacyjnymi. Dzięki połączeniu z Immobile spółka rozszerzyła swój profil działalności przede wszystkim o sieć hotelową Focus Hotels. Zwieńczeniem procesu restrukturyzacji było połączenie spółek Makrum S.A. oraz Immobile Sp. z o.o. oraz zmiana nazwy grupy na Grupa Kapitałowa Immobile S.A. w styczniu 2014 r.

Ożywienie w segmencie przemysłowym. Działalność przemysłowa grupy polega na produkcji wyrobów własnych dedykowanych głównie do branży wydobywczej miedzi (m.in.: młynów, suszarek, kruszarek) oraz realizacji projektów według indywidualnej dokumentacji klienta w sektorach offshore (wyposażenie platform wiertniczych), subsea (wyposażenie statków), maszynowym (m.in.: urządzenia dźwigowe, wywrotnice wagonowe), górnictwa odkrywkowego (młyny, przenośniki, kruszarki). Największym klientem segmentu obecnie jest KGHM, do którego sprzedaż w 2014 r. wyniosła PLN 10.4mln. Dzięki działaniom restrukturyzacyjnym oraz dzięki intensyfikacji sprzedaży projektów subsea, offshore i produktów własnych sprzedaż wzrosła o 66% r/r do PLN 49.4mln w 2014 r. (po załamaniu wyników segmentu przemysłowego w latach 2009-2013). Spółka pracuje obecnie nad nowymi produktami jak np. systemami parkingów automatycznych, które mają trafić do sprzedaży w 2016 r. Cena jednego systemu może osiągać wartość nawet kilkudziesięciu tysięcy złotych. Na bazie oczekiwanej przez nas poprawy sprzedaży projektów maszynowych oraz produktów własnych, w tym od 2016p parkingów automatycznych, oczekujemy wzrostu przychodów segmentu przemysłowego o 18% r/r do PLN 58.5m w 2015p oraz o 17% r/r do PLN 68.7m w 2016p.

Utrzymanie dynamiki wzrostu segmentu hotelowego. Segment hotelarski jest najdynamiczniej rosnącym segmentem działalności Immobile – od włączenia działalności do grupy Makrum w 2012 r. sieć powiększyła się o dwa hotele (w Chorzowie i Inowrocławiu) do sześciu łącznie, a jej przychody na przestrzeni lat 2012-2014 wzrosły o 56% do PLN 25.8mln (CAGR 2012-2014 na poziomie 25%). W latach 2015-2016p oczekujemy wzrostu przychodów o 11 % oraz 23% do PLN 28.8mln oraz PLN 35.4mln. W 2015p największy wpływ na wzrost sprzedaży w segmencie ma oczekiwana przez nas poprawa obłożenia w nowo otwartych hotelach w Chorzowie oraz Inowrocławiu (do średniej wartości 50% vs. oszacowane przez nas 35% w 2014 r.), a w 2016p otwarcie dwóch nowych hoteli (w tym jeden w Gdańsku Wrzeszczu, który już jest przez spółkę zakontraktowany długoterminową umową dzierżawy).

Projekt deweloperski szansą na skokowy wzrost wyników. W 2014 r. zarząd podjął decyzję o rozpoczęciu działalności deweloperskiej w oparciu o posiadane grunty u zbiegu ulic Sułkowskiego, Kamiennej i Dwernickiego w Bydgoszczy (wcześniej spółka planowała w tym miejscu inwestycję Centrum Handlowe Makrum). Pierwszy projekt mieszkaniowy o nazwie Platanowy Park zakłada realizację 1,246 mieszkań o łącznej powierzchni użytkowej na poziomie 72,1 tys. mkw. ciągu 6-7 lat. I etap projektu obejmuje 144 mieszkania (po 72 mieszkania w dwóch budynkach) o łącznej powierzchni mieszkaniowej 6,663 mkw. (średnia pow. mieszkania to 46 mkw.). Jego zakończenie planowane jest na 4Q2015, a łączny koszt inwestycji szacowany jest przez spółkę na PLN 29mln. W kolejnych etapach projektu spółka zakłada budowę ok. 65.5 tys. mkw. powierzchni mieszkaniowej oraz 43.6 tys. mkw. powierzchni usługowo-handlowo-biurowej. Przy założeniu przekazania mieszkań na poziomie 102 w 2015p oraz 127 w 2016p prognozujemy przychody z działalności deweloperskiej Immobile w latach 2015-2016p na poziomie PLN 25.6mln i PLN 38.1mln.

Prognozujemy CAGR przychodów w wysokości 33% oraz CAGR znorm. EBITDA na poziomie 55% w latach 2014-2016p. W latach 2015-2016p oczekujemy sprzedaży na poziomie PLN 129.3mln i PLN 159.6mln oraz zysku brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 27.0mln (marża 20.9%) oraz PLN 33.8mln (marża 21.2%). Prognozujemy znorm. EBITDA w wysokości PLN 17.9mln w 2015p oraz PLN 23.5mln w 2016p. Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 3.6mln oraz PLN 3.8mln prognozujemy wysokość znormalizowanego zysku netto w latach 2015-2016p na poziomie PLN 6.7mln oraz PLN 10.9mln.

Wysokie zadłużenie zabezpieczone majątkiem nieruchomościowym. Spółka wykorzystuje wysoką dźwignię finansową – dług netto spółki na koniec 2014 r. wyniósł PLN 75.9mln, co implikuje wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA na poziomie 7.8x. Ponadto zakładamy w naszych prognozach, że spółka będzie dodatkowo zwiększać zadłużenie w celu sfinansowania kolejnych etapów projektu mieszkaniowego oraz projektu budynku biurowego. Zwracamy jednakże uwagę na wysokie zabezpieczenie zadłużenia w postaci majątku ulokowanego w nieruchomościach – głównie hotelach sieci Focus oraz nieruchomościach inwestycyjnych. Łączna wartość nieruchomości w posiadaniu Immobile na 2014 r. wyniosła PLN 182.1mln. Szansą na zmniejszenie długu netto są przepływy gotówkowe z realizacji projektu mieszkaniowego, ew. zbycie części posiadanych aktywów oraz ew. pozyskanie środków z wprowadzenia sieci hoteli Focus na rynek NewConnect.

Wyznaczamy cenę docelową Immobile na PLN 2.7/akcję. Wyceniamy Immobile dwiema metodami: 1) SOTP na PLN 2.8/akcję oraz 2) metodą porównawczą na PLN 2.9/akcję. Przyznajemy 100% wagi wycenie uzyskanej metodą SOTP oraz 0% wagi wycenie metodą porównawczą. Cenę godziwą akcji określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami SOTP i porównawczą oraz pomniejszoną o 10% dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej wyznaczamy na poziomie PLN 2.5/akcję, a cenę docelową na poziomie PLN 2.7/akcję.

Wycena

Wyceniamy Immobile dwiema metodami: 1) SOTP (suma części składowych) jako sumę GAV (wartość brutto aktywów) segmentu najmu aktywów i wartości pozostałej części przedsiębiorstwa oszacowanej metodą DCF, 2) Metodą porównawczą wyceniając oddzielnie każdy z segmentów działalności. Szacując metodą SOTP otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 2.8/akcję, natomiast z metody porównawczej otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.9/akcję. Przyznajemy 100% wagi wycenie uzyskanej metodą SOTP oraz 0% wagi wycenie metodą porównawczą. Przypisaliśmy wycenie porównawczej wagę 0% ze względu na 1) wysoką złożonością struktury i w efekcie brak spółek o porównywalnym profilu działalności w ujęciu całości przedsiębiorstwa oraz 2) ze względu na spowodowaną brakiem danych niemożliwość zastosowania mnożników P/E i EV/EBITDA. Przy określeniu wartości godziwej akcji Immobile uwzględniliśmy także 10% dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej. W oparciu o oszacowaną wartość godziwą na poziomie PLN 2.5/akcję, wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 2.7/akcję.

Tabela 2. Immobile: Podsumowanie wyceny. (PLN)

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	2.9	0%
Metoda SOTP	2.8	100%
Średnia	2.8	
Dyskonto z tyt. struktury konglomeratowej	10%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	2.5	
Koszt kapitału własnego (%)	9.5%	
12M cena docelowa	2.7	
Obecna cena	2.3	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	18%	

Źródło: szacunki Vestor DM

Dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej przyznajemy na podstawie wyników badań A. Damodarana wskazujących na 10%-owe dyskonto wyceny spółek holdingowych w stosunku do sumy wartości ich segmentów operacyjnych.

Wycena metodą SOTP

Wyceniamy Immobile metodą SOTP szacując wartość przedsiębiorstwa jako sumę GAV segmentu najmu aktywów oraz wartości pozostałych segmentów wyznaczoną metodą DCF. Wartość GAV segmentu najmu aktywów szacujemy na PLN 59.8mln, a wartość EV pozostałej działalności Immobile na PLN 217mln. Odejmując wartość długu netto na koniec 2014 r. w wysokości PLN 75.9mln szacujemy wartość kapitałów własnych Immobile na poziomie PLN 200mln co przekłada się na wartość godziwą jednej akcji na poziomie PLN 2.8.

Tabela 3. Immobile: Podsumowanie wyceny SOTP (PLNm)

Wartość przedsiębiorstwa	276
Kapitały mniejszości	0
Dług netto	76
Wartość kapitału własnego	200
Liczba akcji (m)	72.9
Wartość godziwa na akcję	2.8

Źródło: szacunki Vestor DM

Przy szacowaniu stopy dyskontowej użytej w wycenie zakładamy:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.2% (4.0% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x

Tabela 4. Immobile: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.2%	4.0%
Beta	1.6	1.2
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	11.1%	10.2%
Stopa wolna od ryzyka	3.2%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.2%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.0%	5.7%
% D	35.4%	13.4%
% E	64.6%	86.5%
WACC	9.0%	9.6%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 5. Wycena DCF działalności Immobile z wyłączeniem segmentu najmu aktywów.

(PLNm)

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	120.4	149.7	175.0	191.7	200.0	206.3	
- Zmiana r/r	32%	24%	17%	10%	4%	3%	
Znorm. EBITDA	15.3	20.6	25.0	28.5	30.0	31.0	
- marża EBITDA	12.7%	13.8%	14.3%	14.8%	15.0%	15.0%	
Znorm. EBIT	9.2	14.3	18.5	21.8	23.3	24.2	
Podatek od EBIT	-1.7	-2.7	-3.5	-4.2	-4.4	-4.6	
NOPAT	7.4	11.6	15.0	17.7	18.8	19.6	19.6
- marża NOPAT	6.2%	7.7%	8.6%	9.2%	9.4%	9.5%	
Amortyzacja	6.1	6.3	6.5	6.6	6.7	6.8	6.8
Zmiany w kapitale obrotowym	13.0	-1.8	-9.3	-3.8	0.6	2.2	
Capex	-1.8	-2.8	-2.8	-2.3	-2.3	-2.3	-7.8
Wolne przepływy finansowe	24.7	13.2	9.4	18.2	23.8	26.2	18.6
Czynnik dyskontowy (%)	96%	88%	81%	74%	68%	62%	
Wartość bieżąca FCF	23.7	11.6	7.6	13.5	16.2	16.3	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	89						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.5%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	128						
Wartość przedsiębiorstwa	217						

Źródło: szacunki Vestor DM

Segment najmu aktywów wyceniamy metodą GAV uwzględniając budowę biurowca Immobile K3 w latach 2015p-2017p. Przy założeniu łącznych nakładów inwestycyjnych na budowę biurowca na poziomie PLN 40mln oraz wartości godziwej na poziomie PLN 57.9mln na koniec 2017p szacujemy wartość bieżącą projektu na PLN 11.6mln. Do wartości segmentu najmu wliczamy również wartość księgową Stoczni Pomerania (wartość księgowa na koniec 2014 r. w wysokości PLN 27.6mln) oraz Centrum Faktoria (PLN 20.6mln). Z wartości obecnej nieruchomości inwestycyjnych wyłączamy wartość gruntów z uwagi na to, że w najbliższych latach będą one wykorzystywane przez spółkę do realizacji projektu mieszkaniowego Platanowy Park oraz projektu biurowego Immobile K3. Wyznaczamy wartość brutto aktywów segmentu najmu jako sumę istniejących nieruchomości inwestycyjnych oraz wartości bieżącej projektu Immobile K3 na poziomie PLN 59.8mln.

Tabela 6. Wycena GAV segmentu najmu aktywów (PLNm)

Nieruchomości inwestycyjne		2014			
Stocznia Pomerania w Szczecinie		27.6			
Centrum Faktoria w Bydgoszczy		20.6			
Suma		48.2			
Nieruchomości inwestycyjne w budowie		2014	2015p	2016p	2017p
Wartość księgowa biurowca Immobile K3			10.0	28.0	57.9
Capex na biurowiec Immobile K3			-10.0	-18.0	-12.0
Czynnik dyskontowy			95.7%	87.9%	80.6%
Zdyskontowana wartość obecna Immobile K3		46.7			
Zdyskontowany CAPEX		-35.1			
Obecna wartość dodana Immobile K3		11.6			
GAV segmentu najmu		59.8			

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 7. Immobile: Analiza wrażliwości wyceny SOTP

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	2.5%	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	3.4	3.6
	3.0%	2.7	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	3.4
	3.5%	2.6	2.7	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2
	4.0%	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
	4.5%	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
	5.0%	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
	5.5%	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
		Zdelewarowana beta						
Premia za ryzyko		0.8x	0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x
	2.0%	4.8	4.6	4.5	4.3	4.2	4.0	3.9
	3.0%	4.2	4.0	3.8	3.6	3.5	3.3	3.2
	4.0%	3.7	3.5	3.3	3.1	3.0	2.8	2.7
	5.0%	3.3	3.1	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
	6.0%	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1
	7.0%	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
	8.0%	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

Ze względu na szeroki przekrój działalności grupy Immobile wyceniamy spółkę metodą porównawczą przyporządkowując każdemu segmentowi oddzielną grupę zagranicznych oraz polskich spółek porównywalnych. Wycenę opieramy na średniej mnożników EV/EBIT oraz EV/Sprzedaż w latach 2015-2017p przyporządkowując każdemu mnożnikowi równą wagę. Wartość segmentu najmu aktywów szacujemy metodą GAV na poziomie PLN 59.8mln. Wartość kapitałów własnych Immobile, liczoną jako sumę wartości EV segmentów operacyjnych pomniejszoną o wartość długu netto, szacujemy na PLN 211mln, co przekłada się na wartość godziwą akcji na poziomie PLN 2.9.

Tabela 8. Podsumowanie wyceny metodą porównawczą.

EV segmentu mieszkaniowego i budowlanego (PLNmIn)	85
EV segmentu najmu aktywów (PLNmIn)	60
EV segmentu przemysłowego (PLNmIn)	48
EV segmentu hotelowego (PLNmIn)	94
Suma EV segmentów (PLNmIn)	287
Dług netto (PLNmIn)	76
Wartość kapitału własnego (PLNmIn)	211
Liczba akcji (mln)	73
Wycena (PLN/akcję)	2.9

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 9. Wycena segmentu mieszkaniowego i budowlanego.

	Kraj	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Robyg	Polska	2.3	607.7	12.8	8.7	9.6	1.9	1.6	1.7
Dom Development	Polska	50.0	1238.6	14.8	12.3	12.3	1.6	1.5	1.5
Lc Corp	Polska	1.9	832.5	13.6	11.7	10.4	3.7	3.0	2.6
Vantage Development	Polska	2.7	165.5	39.2	23.4	14.6	4.4	3.3	2.4
Polnord	Polska	8.6	281.6	24.2	25.0	17.0	2.5	2.6	2.0
Ronson	Polska	1.3	340.5	14.4	9.7	15.4	1.6	1.5	1.5
Średnia				19.8	15.1	13.2	2.6	2.2	2.0
Wynik Immobile				2.8	5.2	6.9	31.6	43.7	52.3
Implikowane EV				56.5	78.9	91.5	82.9	97.7	102.2
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wartość segmentu				85.0					

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 10. Wycena segmentu przemysłowego.

	Kraj	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Kopex	Polska	7.4	547.8	8.6	7.8	8.2	0.7	0.7	0.7
Famur	Polska	1.9	914.9	7.3	5.4	5.1	1.4	1.3	1.2
Średnia				8.0	6.6	6.7	1.1	1.0	0.9
Wynik Immobile				2.8	4.6	5.5	58.5	68.7	75.2
Implikowane EV				22.2	30.2	36.7	32.4	67.6	70.2
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wartość segmentu				48.2					

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 11. Wycena segmentu hotelowego

	Kraj	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Orbis	Polska	53.5	2 465	17.9	15.8	14.3	2.3	2.2	2.1
Millennium & Copthorne	Wielka Brytania	574.0	11 007	15.9	13.8	12.7	3.3	3.2	3.0
Whitbread	Wielka Brytania	4 946.0	53 087	18.8	16.7	14.8	3.7	3.2	2.9
Średnia				17.5	15.4	14.0	3.1	2.9	2.7
Wynik Immobile				4.4	5.2	6.8	28.8	35.4	45.1
Implikowane EV				76.4	80.3	94.4	89.3	101.6	120.5
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wartość segmentu				93.7					

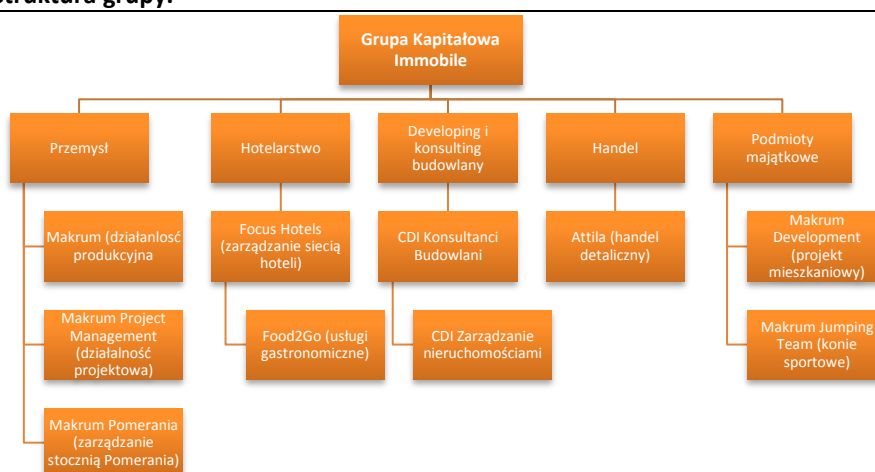
Źródło: szacunki Vestor DM

Model biznesowy

Opis spółki

Immobile to spółka o strukturze holdingowej, która działa w sektorach: przemysłowym (54% przychodów w 2014 r.), hotelarskim (29%), najmu nieruchomości (9%), budowlanym (7%) oraz od 2014 r. w sektorze handlu detalicznego. Swoje produkty grupa sprzedaje zarówno na rynku krajowym (75% przychodów w 2014 r.) oraz za granicą (25% przychodów w 2014 r.). Spółka wywodzi się z przedsiębiorstwa przemysłowego Makrum, a zmiana nazwy na Immobile w kwietniu 2014 r. związana jest procesem restrukturyzacji grupy w latach 2012-2014.

Rysunek 1. Immobile: Struktura grupy.



Źródło: Dane Spółki, Vestor DM

Historia spółki

Immobile wywodzi się z przedsiębiorstwa przemysłowego Makrum, którego korzenie sięgają roku 1868. Pod nazwą MAKRUM, firma specjalizowała się w produkcji kruszarek oraz maszyn do przemysłu wydobywczego. W 2001 r. właścicielem przedsiębiorstwa został Rafał Jerzy.

W lipcu 2007 r. MAKRUM S.A. zadebiutowała na GPW pozyskując PLN 42mln, które przeznaczone zostały na przejęcie, znajdującej się w stanie upadłości, szczecińskiej Stoczni Pomerania. Stocznia została ostatecznie nabyta przez spółkę 4 stycznia 2008 r. za kwotę PLN 18.7mln – okazyjne przejęcie stoczni wygenerowało w 2008 r. przychody finansowe z tytułu nadwyżki wartości godziwej aktywów nad koszt połączenia w wysokości ponad PLN 19mln.

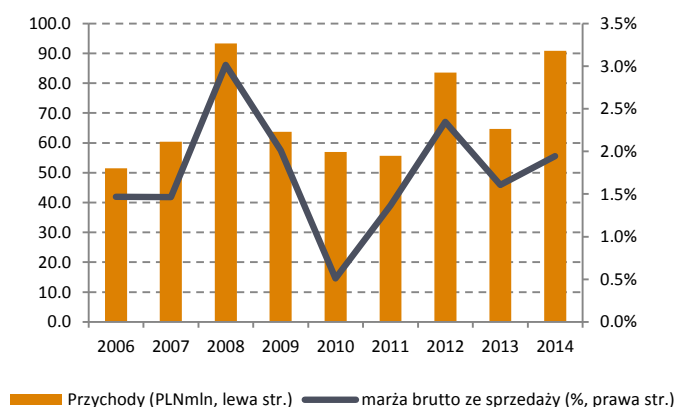
Po załamaniu wyników spółki w latach 2012-2013 Zarząd spółki przeprowadził restrukturyzację kosztową oraz włączył do spółki w drodze aportu nowe aktywa, które pozwoliły na dywersyfikację działalności. Przeprowadzona restrukturyzacja doprowadziła do powstania spółki o charakterze holdingowym, która w styczniu 2014 r. zmieniła nazwę na Grupa Kapitałowa Immobile.

Restrukturyzacja i połączenie Makrum z Immobile.

W latach 2009-2011 Makrum odnotowało znaczny spadek wyników operacyjnych spowodowany załamaniem popytu związanym z kryzysem światowym. Przy wysokim udziale kosztów stałych kilkudziesięciu procentowy spadek przychodów w latach 2010-2011 przełożył się na utraty rentowności już na poziomie zysku EBIT. W odpowiedzi na pogarszającą się sytuację finansową przedsiębiorstwa w 2012 r. rozpoczęto proces restrukturyzacji, polegający na: 1) restrukturyzacji kosztowej spółki Makrum, 2) dywersyfikacji działalności poprzez

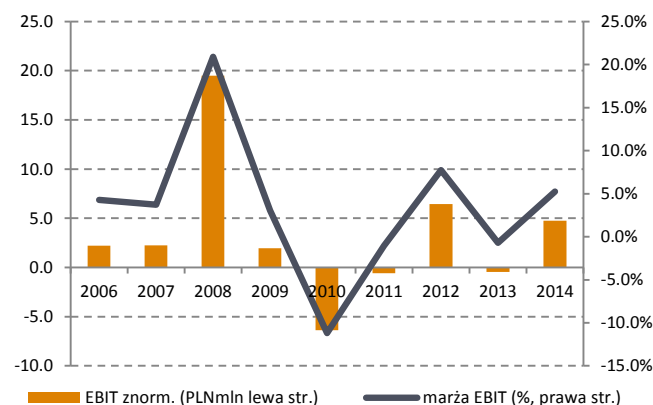
włączenie do grupy segmentu hotelowego oraz budowlanego w drodze aportu spółki Immobile, 3) uproszczeniu struktury grupy w celu zwiększenia przejrzystości segmentów biznesowych oraz poprawy kontroli nad spółkami operacyjnymi. W 2014 r. przychody wyniosły PLN 90.9mln, co oznacza zbliżenie się do historycznych szczytów. Poprawa sprzedaży odnotowana została we wszystkich segmentach działalności, lecz największy wpływ na wzrost wyniku miał segment przemysłu, w którym głównie dzięki intensyfikacji sprzedaży projektów subsea i offshore oraz produktów własnych przychody wzrosły o 66% r/r do PLN 49.4mln.

Wykres 3. Immobile: Przychody i marża zysku brutto ze sprzedaży w latach 2006-2014



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Immobile: Znormalizowany EBIT w latach 2006-2014*.



*EBIT znormalizowany o wynik pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Główne działania w zakresie restrukturyzacji segmentu przemysłowego (Makrum) polegały na:

- Wyodrębnieniu spółki Makrum Pomerania, do której w styczniu 2012 r. wydzielono Stocznnię Pomerania.
- Wydzieleniu części produkcyjnej oraz projektowej. Działalność produkcyjna przeniesiona została do spółki Makrum S.A w sierpniu 2012 r., a działalność projektowa do Makrum Project Management Sp. z o.o. w styczniu 2013 r.
- Restrukturyzacji kosztowej nowo powstałej spółki produkcyjnej Makrum S.A., w wyniku której:
 - Zredukowano ogólne miesięczne koszty funkcjonowania spółki z ok. PLN 1.7mln w sierpniu 2012 r. do PLN 1.4mln w grudniu 2012 r. (spadek o 13%)
 - Poprzez rozpoczęcie współpracy z podwykonawcami zoptymalizowano strukturę zatrudnienia, w wyniku czego spadło ze 147 osób na dzień rozpoczęcia działalności do 66 osób na koniec 2014 r.
 - Wypredano zbędną część majątku związaną z niskomarzową obróbką lekką, a działalność skupiono na bardziej rentownych produktach.

W celu zdywersyfikowania działalności grupa w kwietniu 2012 r. spółkę Immobile sp. z o.o., której głównym właścicielem był Pan Rafał Jerzy. Przejęcie odbyło się poprzez emisję aportową serii akcji I oraz J grupy Makrum. W zamian za niepieniężny wkład w postaci udziałów w Immobile sp z o.o. seria I została w całości objęta przez Prezesa Rafała Jerzego, a seria J przez pozostałych akcjonariuszy Immobile, w tym: Wiceprezesa Sławomira

Winieckiego, Dariusza Aranowskiego, Jacka Kazubowskiego, Jerzego Szubskiego oraz Arkadiusza Mulika. Łączna wartość emisji aportowej wyniosła PLN 66m (cena emisyjna akcji PLN 2.15) przy ówczesnej kapitalizacji Makrum na poziomie PLN 53.8mln (średnia kapitalizacja w 2012 r. YTD do ogłoszenia przejęcia na poziomie PLN 53.4mln, z 6m 2012, cena akcji PLN 1.28). Spółka wyemitowała 31.2mln nowych akcji, które stanowiły 43% ogółu akcji po emisji. Udział Prezesa Rafała Jerzego w kapitale grupy wzrósł z 31% (75% z żoną) do 57% (82% wraz z żoną). Przejęcie Immobile wiązało się z włączeniem do grupy następujących podmiotów:

- CDI Konsultanci budowlani – spółka odpowiedzialna za działalność segmentu konsultingu budowlanego.
- Focus Hotels – operator sieci hoteli Focus, wraz z którym do grupy włączone zostały cztery hotele własne (w Bydgoszczy, Łodzi, Szczecinie i Gdańsku)
- Makrum Jumping Team – spółka, której działalność polega na chowie oraz treningu koni sportowych.

W trakcie restrukturyzacji w strukturze grupy spółki zależne podzielono na podmioty operacyjne oraz majątkowe. Do spółek operacyjnych należą spółki: Makrum Pomerania (zarządzanie Stoczną Pomerania), Makrum Project Management (działalność projektowa w zakresie produkcji przemysłowej), Makrum Sp. z o.o. (działalność produkcyjna), Focus Hotels (zarządzanie siecią hoteli), CDI Konsultanci Budowlani Sp. z o.o. (działalność budowlana), Attila Sp z o.o. (zarządzanie siecią sklepów detalicznych). Do spółek majątkowych należy szereg spółek celowych które są oficjalnymi właścicielami nieruchomości grupy (4 hotele własne, Stocznia Pomerania, CH Faktoria, zakład produkcyjny w Bydgoszczy, grunty). Nowa struktura zakłada również podejmowanie decyzji inwestycyjnych na szczeblu centralnym. Nadwyżki środków generowanych przez spółki operacyjne transferowane są do spółek majątkowych, a następnie inwestowane przez centralę w najbardziej perspektywiczne projekty.

Zwieńczeniem procesu restrukturyzacji było połączenie spółek Makrum S.A i Immobile Sp. z o.o. oraz zmiana nazwy grupy na Grupa Kapitałowa Immobile S.A. w kwietniu 2014 r.

Segment przemysłowy.

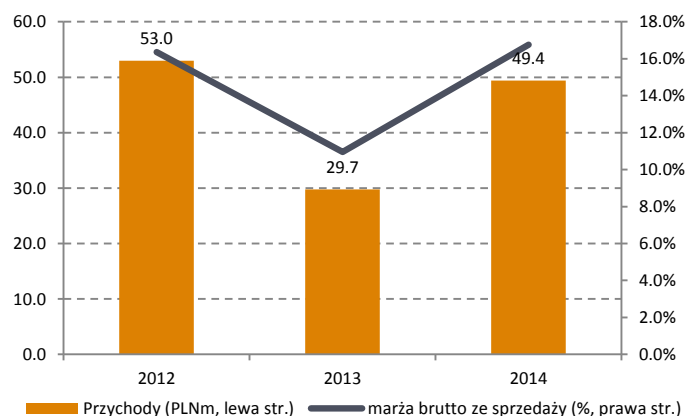
Produkcja przemysłowa jest podstawową działalnością spółki oraz jedynym sektorem w którym spółka funkcjonowała aż do kwietnia 2012 r., kiedy do grupy włączono segment hotelarski oraz budowlany. Działalność przemysłowa grupy polega na produkcji:

- wyrobów własnych (m.in. młyny, suszarnie, kruszarki, przesiewacze wykorzystywane w przemyśle cementowym, surowców mineralnych, energetyce, papierniach),
- realizacji urządzeń według indywidualnej dokumentacji klienta w sektorach:
 - offshore (wyposażenie platform wiertniczych i statków obsługujących platformy np. rolki rufowe, wciągarki, A-ramy),
 - marine (wyposażenie statków np. płetwy sterów, urządzenia pokładowe, dźwigi),
 - maszynowym (wywrotnice wagonowe, lądowe urządzenia dźwigowe, elementy pras mechanicznych, elementy linii technologicznych),
 - górnictwa odkrywkowego (młyny, przenośniki, kruszarki).

Historycznie najlepsze wyniki segment przemysłowy odnotował w 2008 r. – przychody wyniosły PLN 93.3mln, a zysk brutto ze sprzedaży rekordowe PLN 28.1mln. W latach 2009-2013 przychody oraz zyski segmentu odnotowywały regularny spadek, aż w 2014 r.,

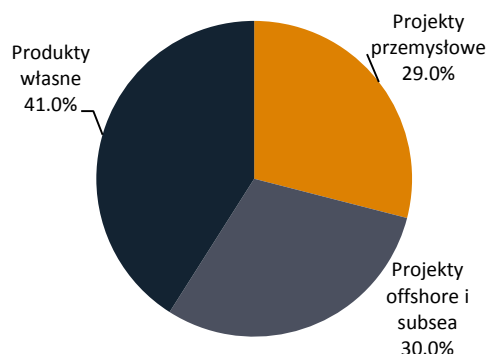
częściowo w efekcie restrukturyzacji produkcyjnej części spółki w latach 2012-2014, segment przemysłowy wygenerował przychody na poziomie PLN 49.4mln (wzrost 66% r/r) oraz zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 8.3mln (marża 16.8%). W 2014 r. przychody segmentu przemysłowego stanowiły 54% całości przychodów spółki.

Wykres 5. Przychody i marża brutto ze sprzedaży segmentu przemysłowego lat 2012-2014.



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 6. Struktura produktowa przychodów w segmencie przemysłowym w 2014 r.



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Kluczowym klientem Immobile w segmencie przemysłowym, który odpowiada za ponad 10% przychodów grupy, jest KGHM. W 2014 r. wartość przychodów wygenerowanych na kontraktach z KGHM wyniosła PLN 10.4mln (vs. PLN 0.8mln w 2013 r.). Immobile współpracuje z miedziowym potentatem od początku jego istnienia, będąc odpowiedzialnym za produkcję kluczowych maszyn pracujących w zakładach wzbogacania rudy i hutach. Immobile produkuje oraz konserwuje m.in. młyny kulowe oraz kruszarki producenta miedzi.

Rysunek 2. Wnętrze hali produkcyjnej Makrum w Bydgoszczy



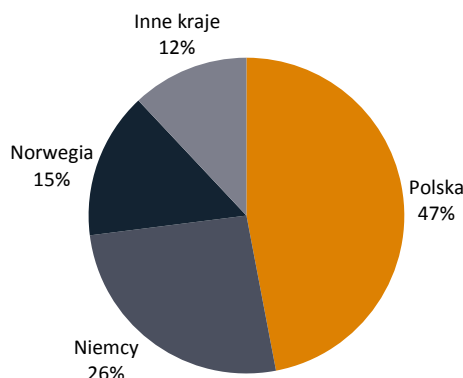
Źródło: www.bydgoszcz24.pl

Rysunek 3. 100-tonowa suszarnia wykonana przez Makrum dla KGHM.



Źródło: www.strefabiznesu.pomorska.pl

Produkty segmentu przemysłowego Immobile sprzedawane są zarówno na rynku krajowym jak i za granicą. W 2014 r. 47% sprzedaży zrealizowane zostało w Polsce, a do najważniejszych kierunków eksportowych należą Niemcy (26%) i Norwegia (15%).

Wykres 7. Struktura geograficzna przychodów w segmencie przemysłowym w 2014 r.


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Najem aktywów.

Segment najmu aktywów to, po produkcji przemysłowej, najdłuższy działający obszar aktywności spółki. Immobile posiada nieruchomości inwestycyjne o łącznej wartości księgowej PLN 75mln (na koniec 4Q2014):

- Stocznia Pomerania – zlokalizowany w Centrum Szczecina, najmłodszy park przemysłowy w Polsce. Jego obszar, położony na południowym brzegu rzeki Parnica obejmuje 37,625 mkw. Warsztaty produkcyjne stanowią bazę do prowadzenia remontów i przebudów statków. Na terenie parku mieszczą się również firmy świadczące usługi skierowane dla jednostek pływających, firm z branży konstrukcji stalowych, offshore, m.in.: opracowanie dokumentacji projektowej i wykonawczej, cięcie i gięcie materiału z ukosowaniem, spawanie, obróbka cieplna, obróbka mechaniczna, śrutowanie, malowanie, metalizacja, cięcie i walcowanie blach, prace na maszynach do obróbki mechanicznej.
- Centrum Handlowe Faktoria – bydgoskie centrum handlowe o powierzchni najmu 5,446 mkw. Główni najemcy to Rossman, Biedronka, Media Expert, Jysk, EKOzakupy.pl, Poczta Polska, Akpol, Sklep Biegacza, Ray Obuwie, Apteka Alba.
- Pozostałe nieruchomości:
 - Nieruchomość przy Pl. Kościeleckich w Bydgoszczy – nieruchomość o powierzchni całkowitej 2,255 mkw., zlokalizowana w ścisłym centrum Bydgoszczy (ok. 300m od Starego Rynku). Obecnie na terenie posiadłości prowadzony jest parking, lecz do 2017 p. spółka planuje zbudować na tym terenie kompleks biurowo usługowy o łącznej powierzchni użytkowej 8,600mkw.
 - Wolny grunt przy Sułkowskiego/Kamiennej w Bydgoszczy – grunt, który docelowo przeznaczony będzie na realizację projektu mieszkaniowego.

W 2014 r. segment najmu aktywów wygenerował przychody na poziomie PLN 8.0mln, co stanowi 9% całości przychodów grupy, oraz zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 3.2mln (marża 40%).

Rysunek 4. Centrum Handlowe Faktoria w Bydgoszczy.


 Źródło: <http://centrumfaktoria.pl/>

Rysunek 5. Stocznia Pomerania w Szczecinie.


 Źródło: <http://www.makrumpomerania.pl/>
Tabela 12. Immobile: Nieruchomości inwestycyjne

Nieruchomości inwestycyjne	Lokalizacja	Wartość księgowa (4Q2014)	Docelowy dochód operacyjny netto	Stopa kapitalizacji (%)
Stocznia Pomerania	Szczecin	27.5	2.62	9.50%
Centrum Faktoria	Bydgoszcz	20.6	1.447	8.25%
Pozostałe*	Bydgoszcz	27.0	n.a.	n.a.

*Grunty zaliczone do nieruchomości inwestycyjnych.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Segment hotelarski.

Działalność hotelarska grupy polega na zarządzaniu siecią Focus Hotels. Obecni do sieci należą 6 hoteli zlokalizowanych w Bydgoszczy, Łodzi, Szczecinie, Gdańsku, Chorzowie oraz Inowrocławiu o łącznej liczbie pokoi 535. Sieć Focus Hotels to hotele miejskie, skoncentrowane na obsłudze klientów biznesowych. Model biznesowy sieci zakłada trzy rodzaje współpracy z właścicielami obiektów: franczyzę, zarządzanie obiektem hotelowym przez Focus Hotels oraz dzierżawę budynku. Obecnie cztery z budynków sieci należą do grupy Immobile, a dwa pozostałe hotele są przez spółkę dzierżawione. Segment hotelarski został włączony do holdingu wraz z przejęciem przez grupę Makrum spółki Immobile sp. z o.o. od Prezesa Rafała Jerzego w kwietniu 2012 r.

Tabela 13. Hotele sieci Focus.

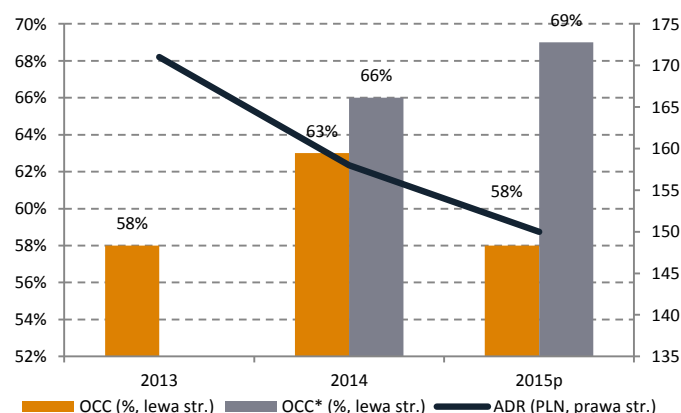
Lokalizacja	Klasa (ilość gwiazdek)	Ilość pokoi	Średnia ocena Booking.com	Średnia ocena Tripadvisor
Bydgoszcz	2	36	7.9/10	3.5/5
Łódź	3	110	8.5/10	4.0/5
Szczecin	3	119	7.6/10	4.0/5
Gdańsk	3	99	7.9/10	4.0/5
Chorzów	3	137	8.9/10	4.5/5
Inowrocław	4	34	8.8/10	4.5/5

Źródło: Dane spółki, Booking.com, TripAdvisor.com, Vestor DM

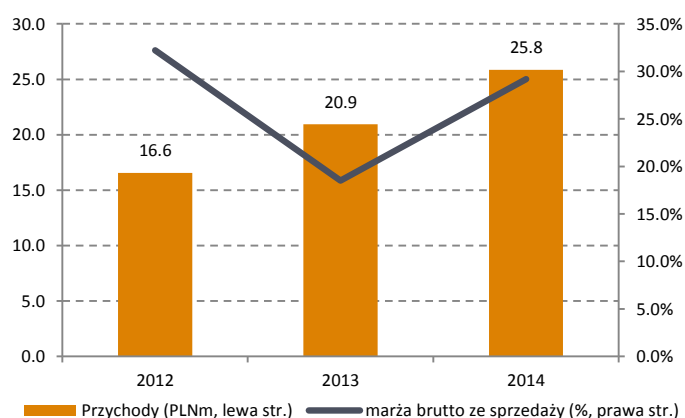
Segment hotelarski jest najdynamiczniej rosnącym segmentem działalności Immobile – od włączenia działalności do grupy Makrum w 2012 r. sieć powiększyła liczbę hoteli o dwa (w Chorzowie i Inowrocławiu) a jej przychody wzrosły o 56% (CAGR 2012-2014 na poziomie 25%). Średnie obłożenie hoteli w 2014 r. wyniosło 58% (vs 63% w 2013 r.), a średnia stawka netto za pokój wyniosła PLN 150 (vs. PLN 158 w 2013 r.). Spadek obłożenia spowodowany jest głównie „efektem pierwszego roku” występującym w hotelach w Chorzowie i Inowrocławiu. Wyłączając wspomniane lokalizacje średnie obłożenie w hotelach sieci Focus wyniosło 69% (vs. 66% w 2013 r.). W 2014 r. segment hotelarski wygenerował przychody na

poziomie PLN 25.8mln, co stanowi 29% całości przychodów grupy, oraz zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 7.5mln (marża 29%).

Wykres 8. Średnie obłożenie oraz średnie dzienne stawki za pokój (% , PLN)



Wykres 9. Przychody i marża brutto ze sprzedaży segmentu hotelowego w latach 2012-2014.



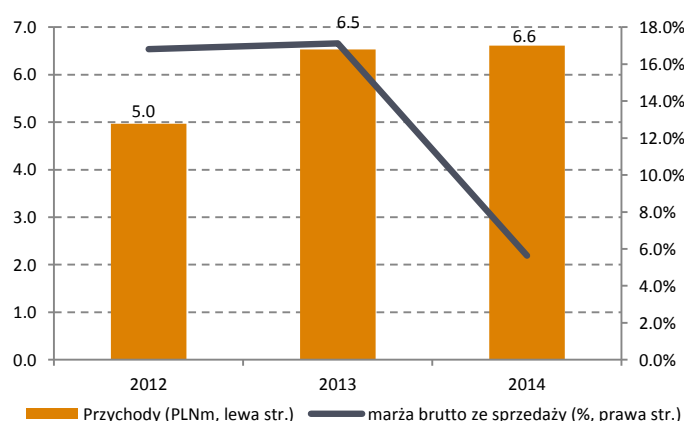
*Średnie obłożenie bez nowo otwartych hoteli w Inowrocławiu i Chorzowie
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Konsulting budowlany.

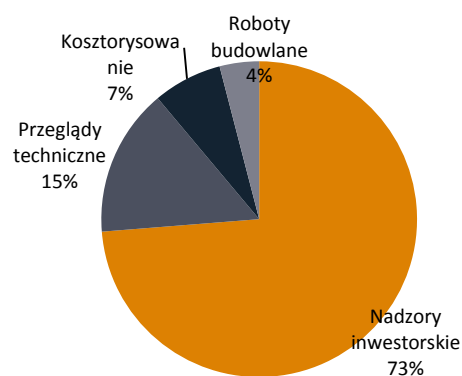
W segmencie konsultingu budowlanego spółka pełni funkcję inspektora nadzoru, inżyniera kontraktu, inwestora zastępczego, a od 2014 r. również generalnego wykonawcy. Dodatkowo świadczy usługi kosztorysowania, przeglądów technicznych oraz wykonuje roboty budowlane. Obecnie spółka realizuje w segmencie budowlanym ponad 20 projektów. głównych klientów w obszarze działalności budowlanej Immobile należą m.in.: HB Reavis Real Estate, Green Property Group, JWC, Neocity Polska, Thyssenkrupp Energostal czy Grupa Adamed. W 2014 r. segment budowlany wygenerował przychody na poziomie PLN 6.6mln, co stanowi 7% całości przychodów grupy, oraz zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 0.4mln (marża 5.6%).

Wykres 10. Przychody i marża brutto ze sprzedaży segmentu konsultingu budowlanego w latach 2012-2014.



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 11. Struktura produktowa przychodów w segmencie konsultingu budowlanego w 2014 r.



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Segment deweloperski.

Projekt mieszkaniowy realizowany przez Immobile został podjęty przez spółkę w połowie 2014 r. po rezygnacji z budowy Centrum Handlowego Makrum o posiadanym przez spółkę obszarze u zbiegu ulic Sułkowskiego, Kamiennej i Dwernickiego. Projekt osiedla Platanowy Park w Bydgoszczy zakłada oddanie 1,246 mieszkań o łącznej powierzchni użytkowej na poziomie 72,1 tys. mkw. ciągu 6-7 lat. I etap projektu obejmuje 144 mieszkania (po 72

mieszkania w dwóch budynkach) o łącznej powierzchni mieszkaniowej 6,663 mkw. (średnia pow. Mieszkania to 46 mkw.). Jego zakończenie planowane jest na 4Q2015, a łączny koszt inwestycji szacowany jest przez spółkę na PLN 29mln. Na dzień publikacji raportu za 1Q2015 Immobile sprzedała 32 mieszkania o łącznej wartości PLN 7.1mln, co implikuje średnią cenę za mkw. w wysokości PLN 4,787. W kolejnych etapach projektu spółka zakłada budowę ok. 65.5 tys. mkw. powierzchni mieszkaniowej oraz 43.6 tys. mkw. powierzchni usługowo-handlowo-biurowej.

Tabela 14. Plan realizacji projektu Platanowy Park.

Etap	PUM (mkw.)	GLA (mkw.)	Liczba mieszkań	Średnia powierzchnia mieszkania (mkw.)
Część mieszkaniowa:				
Etap 0	6 663	-	144	46
Etap 1	8 407	1 380	143	59
Etap 2	11 242	671	189	59
Etap 3	12 625	1 889	204	62
Etap 4	8 205	1 283	136	60
Etap 5	10 676	2 229	183	58
Etap 6 - Bud. Mieszkalny	4 397	692	72	61
Etap 7	9 936	706	175	57
Pozostałe:				
Etap 6 - Centrum kultury	-	520	-	-
Etap U1	-	5 987	-	-
Etap U2	-	15 140	-	-
Etap U3A Biura	-	8 471	-	-
Etap U3B Hotel	-	4 678	-	-
Suma:	72 151	43 646	1 246	-

Źródło: Dane spółki, Vestor DM.

Rysunek 6. Projekt osiedla Platanowy Park



Rysunek 7. Osiedle Platanowy Park (wizualizacja)



Źródło: www.blog.immobile.com.pl

Źródło: www.cdf.net.pl/

Pozostała działalność.

Działalność Immobile w segmencie pozostałych usług podzielić można na:

- Handel detaliczny realizowany poprzez sieć EKOzakupy,
- Działalność w zakresie chowu, treningu oraz sprzedaży koni sportowych,

W 2014 r. Immobile rozpoczęło działalność w zakresie handlu detalicznego otwierając sieć sklepów detalicznych EKOzakupy. Obecnie sieć liczy pięć sklepów, z czego cztery znajdują się

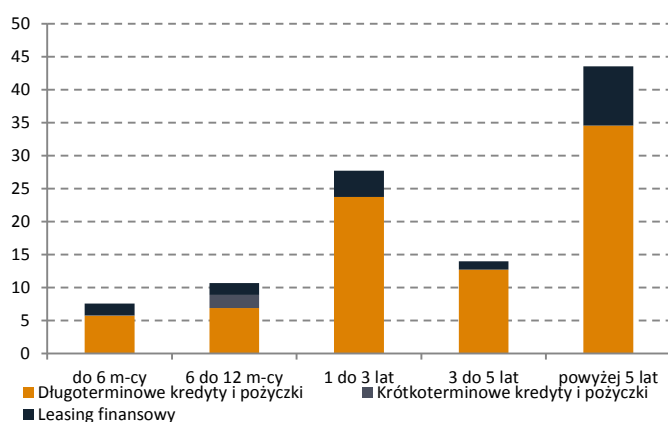
w Bydgoszczy, a 1 w Plewiskach pod Poznaniem. Sprzedaż realizowana jest również przez sklep internetowy EKOzakupy.pl. Na koniec 1Q2015 spółka była właścicielem 15 koni sportowych. Najbardziej wartościowym koniem jest 7-letni ogier MJT Nevados S., którego wartość godziwa na koniec 2014 r. oszacowana została na PLN 1.0mln.

Dług zabezpieczony majątkiem nieruchomościowym.

Całkowite zadłużenie Immobile wyniosło na koniec 1Q2015 r. PLN 78.9mln vs. PLN 63.6mln na koniec 2014 r. Na koniec 1Q2015 r. na zadłużenie spółki składały się kredyty bankowe o wartości PLN 66.5mln oraz zobowiązania z tytułu leasingu finansowego w wysokości PLN 7.5mln. Przy środkach pieniężnych na poziomie PLN 1.2mln dług netto wyniósł na koniec 1Q2015 PLN 72.8mln (vs. PLN 75.9mln na koniec 4Q2014), co implikuje wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 50.6% (vs. 52.8% na koniec 4Q2014).

Wykres 12. Harmonogram spłaty kredytów (stan na 4Q14)

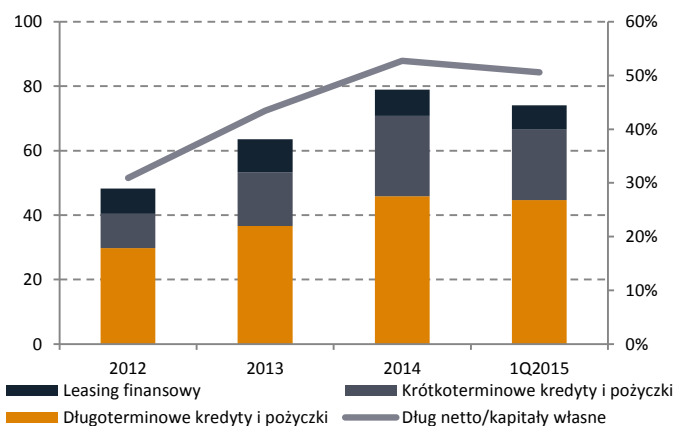
PLNmIn



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 13. Zadłużenie w okresie 2012-1Q2015

PLNmIn, %



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Zwracamy jednakże uwagę na wysokie zabezpieczenie zadłużenia w postaci majątku ulokowanego w nieruchomościach – głównie hotelach sieci Focus oraz nieruchomościach inwestycyjnych. Łączna wartość nieruchomości w posiadaniu Immobile na 2014 r. wyniosła PLN 182.1mln.

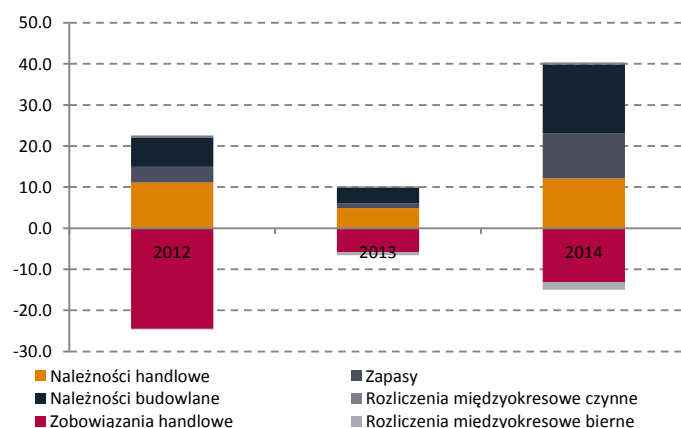
Tabela 15. Immobile: Wykaz nieruchomości.

Nieruchomości inwestycyjne	Lokalizacja	Wartość księgowa (4Q2014)
Hotel Focus	Bydgoszcz	7.1
Hotel Focus	Chorzów	30.1
Hotel Focus	Szczecin	36.0
Hotel Focus	Łódź	30.9
Stocznia Pomerania	Szczecin	27.5
Centrum Faktoria	Bydgoszcz	20.6
Pozostałe*	Bydgoszcz	29.9
Suma		182.1

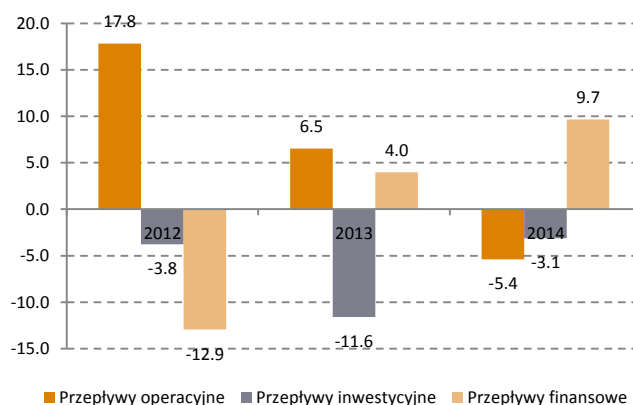
*Grunty zaliczone do nieruchomości inwestycyjnych

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

W 2014 r. Immobile odnotowało negatywne przepływy operacyjne w wysokości PLN 5.4m vs. PLN 6.5mln w 2013 r. Ujemne przepływy operacyjne są skutkiem poniesienia przez spółkę nakładów na kapitał obrotowy związanych są z kosztami realizacji I etapu projektu deweloperskiego, którego zakończenie planowane jest na 4Q2015. Suma kapitału obrotowego na koniec 2014 r. wynosi PLN 25.3mln (vs. PLN 3.6mln na koniec 2013 r.), z czego największą pozycję stanowią należności z tytułu usług budowlanych o wartości PLN 16.9mln. Cykl konwersji gotówki w 2014 r. wyniósł 99 dni.

Wykres 14. Struktura kapitału obrotowego w latach 2012-2014.


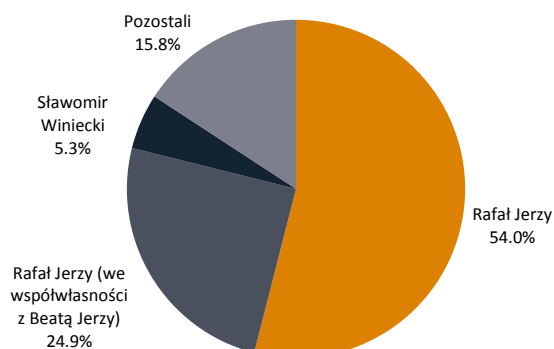
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 15. Przepływy pieniężne w latach 2012-2014.


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Akcjonariat i władze.

Głównym akcjonariuszem Immobile jest Prezes Zarządu Spółki – Pan Rafał Jerzy, który bezpośrednio oraz pośrednio (we współwłasności z żoną) kontroluje 78.9% udziałów. Kolejnymi pod względem wielkości akcjonariuszem jest Pan Sławomir Winiecki, który posiada 5.3% udziałów. W wolnym obrocie znajduje się 15.8% akcji.

Wykres 16. Immobile: Stan akcjonariatu na koniec 1Q2015.


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Tabela 16. Immobile: Analiza SWOT

Silne Strony	Słabe Strony
- Kadra zarządzająca doświadczona w realizacji inwestycji budowlanych. - Duża wartość majątku w postaci nieruchomości (łącznie ok. PLN 200m). - Posiadane zasoby dobrze zlokalizowanego gruntu na realizację projektów deweloperskiego i komercyjnego. - Działalność zdywersyfikowana pod względem branżowym i geograficznym.	- Wysokie zadłużenie spółki. - Brak dominującej pozycji na żadnym z rynków działalności.
Szanse	Zagrożenia
- Projekt deweloperski jest szansą na skokowy wzrost wyników spółki w latach 2015-2016p. - Rozszerzenie oferty produktów własnych szansą na poprawę wyników w segmencie przemysłowym. - Rozwój sieci sklepów detalicznych EKOzakupy.	- Ryzyko dostępności i wzrostu cen materiałów i usług. - Ryzyko niekorzystnych zmian kursów walut. - Wolniejsze niż zakładane tempo sprzedaży mieszkań w projekcie deweloperskim. - Ryzyko niskiego popytu na przestrzeń biurową w budynku przy placu Kościeleckich.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Strategia

Główne cele Immobile na najbliższe lata to:

- W segmencie przemysłowym:
 - Umocnienie pozycji na rynku maszyn i konstrukcji w sektorze energetycznym, szczególnie w obszarze górnictwa węgla brunatnego,
 - Intensyfikacja sprzedaży produktów własnych oraz wprowadzenie na rynek nowych autorskich produktów, w tym wielopoziomowych parkingów automatycznych.
- W segmencie najmu aktywów:
 - Realizacja projektu Immobile K3 przy placu Kościeleckich (planowany termin zakończenia w 2017 r.),
 - rozbudowę CH Faktoria (zabudowa części parkingu) oraz remont i modernizację kolejnych budynków w Stoczni Pomerania,
 - Budowa ok. 43.6 tys. mkw. powierzchni biurowo-handlowo-usługowej w obrębie projektu Platanowy Park w okresie nadchodzących 6-7 lat.
- W segmencie deweloperskim:
 - Realizacja pierwszego etapu projektu mieszkaniowego Platanowy Park w 2015 r.,
 - Kontynuacja działalności deweloperskiej w postaci wieloletniego planu budowy osiedla mieszkaniowego w Bydgoszczy (w kolejnych etapach projektu spółka zakłada budowę ok. 65.5 tys. mkw. Park w okresie nadchodzących 6-7 lat),
 - Zakup gruntów pod realizację kolejnych inwestycji deweloperskich.
- W segmencie hotelarskim:
 - Rozwój sieci hoteli Focus – celem spółki jest osiągnięcie skali 3,000 pokoi do 2020 r. w ramach hoteli od 2 do 4 gwiazdek, koncentrując się na lokalizacjach w miastach powyżej 200 tys. mieszkańców,
 - Poprawa przychodów poprzez rozwój usług uzupełniających usługi hoteli, m.in. poprzez projekt Focus on Human, który sprzedaż dań z dowozem do klienta w ramach brandów Focus Pizza oraz TOGO, a także uruchomienie punktów garmazu sprzedawanego w centrach handlowych,
 - Pozyskanie funduszy na rozwój projektu Focus on Human poprzez wprowadzenie sieci Focus do obrotu na rynku NewConnect.
- W segmencie pozostałych usług:
 - Rozwój sieci handlu detalicznego poprzez budowę marki EKOzakupy.
- Kontynuacja procesu reorganizacji grupy, związanej z przenoszeniem majątku spółki do spółek celowych.
- Optymalizacja organizacyjna i prawna grupy.

Immobile zakłada w swojej strategii budowę organizacji otwartej na rozwój oraz nowe segmenty rynku. Utrzymywanie wysoce zdywersyfikowanej struktury przychodów jest według spółki zabiegiem mającym na celu zabezpieczenie wyników przed wahaniami koniunkturalnymi. Spółka zamierza kontynuować rozwój organiczny, koncentrując się na segmencie deweloperskim, nie wykluczając jednocześnie akwizycji.

Ryzyka

Wysokie zadłużenie. Spółka wykorzystuje wysoką dźwignię finansową - dług netto spółki na koniec 2014 r. wyniósł PLN 75.9mln, co implikuje wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA na poziomie 7.8x. Zakładamy, że spółka będzie dodatkowo zwiększać zadłużenie w celu sfinansowania kolejnych etapów projektu mieszkaniowego oraz projektu budynku biurowego. Szansą na zmniejszenie długu netto są przepływy gotówkowe z realizacji projektu mieszkaniowego, zbycie części posiadanych aktywów oraz ew. pozyskanie środków z wprowadzenia sieci hoteli Focus na rynek NewConnect.

Ryzyko dostępności i wzrostu cen materiałów i usług. Koszty surowców na koniec 2014 r. stanowiły ok. 35% całości kosztów rodzajowych oraz ok. 50% kosztów w sektorze przemysłowym. co powoduje duże potencjalne ryzyko niekorzystnych zmian w kształtowaniu się cen podstawowych surowców, a w szczególności stali, na wyniki finansowe Grupy.

Ryzyko niekorzystnych zmian kursów walut. W 2014 r. ok. 25% przychodów i 5% kosztów Immobile zrealizowane zostało w walutach innych niż sprawozdawcza. Dodatkowo spółka finansuje się kredytem denominowanym w CHF o wartości bieżącej PLN 3.6m – potencjalny wzrost kursu CHF może więc wpłynąć na zwiększenie wartości zobowiązań, które spółka będzie musiała uregulować.

Wolniejsze niż zakładane przez tempo sprzedaży mieszkań w projekcie deweloperskim. Immobile zakłada uplasowanie na bydgoskim rynku mieszkaniowym 65,000 mkw. powierzchni mieszkaniowej w ciągu najbliższych 6-7 lat. Biorąc pod uwagę roczny popyt na mieszkania na poziomie ok. 1000 sztuk (1044 oddane mieszkania w 2013 r., 1023 mieszkania w 2012 r.) może to być założenie dość optymistyczne. Dodatkowo popyt na nieruchomości mieszkaniowe może słabnąć ze względu na negatywne prognozy demograficzne dla Bydgoszczy – do 2020 r. liczba mieszkańców ma spaść o 3.9% względem końca 2014 r. do 343.7 tys.

Ryzyko niskiego popytu na przestrzeń biurową w budynku przy placu Kościeleckich. Obecnie w budowie jest 9 210 mkw. nowej powierzchni biurowej. Łącznie według prognoz CBRE na Bydgoski rynek w 2015 r. ma trafić ok 5000 mkw. a w 2016 r. ponad 16 000 mkw. nowej powierzchni. Istnieje ryzyko, że na Bydgoskim rynku przeważać będzie podaż nowoczesnej powierzchni biurowej co ograniczy zainteresowanie projektem realizowanym przez Immobile.

Wyniki finansowe za 1Q15

- Przychody w 1Q15 wyniosły PLN 20.2mln (wzrost 2% r/r).
- Znormalizowana EBITDA w wysokości PLN 4.0mln (wzrost 13% r/r).
- Raportowany zysk netto w wysokości PLN 0.3mln (spadek 81% r/r). Na wynik netto wpływ miała amortyzacja aktywa podatkowego, której skutkiem jest efektywna stopa podatkowa na poziomie 73%. Znormalizowany zysk netto (zakładając stawkę ustawową 19%) wyniósł PLN 1.0mln (wzrost 28% r/r).

Tabela 17. Immobile: Wyniki 1Q2015

	1Q14	1Q15	r/r
Przychody	19.7	20.2	2%
Przemysł	10.7	10.4	-3%
Najem aktywów	1.7	1.9	15%
Hotelarstwo	5.3	5.5	5%
Konsulting budowlany	1.6	1.5	-6%
Developing	0.0	0.0	n.a.
Pozostałe	0.5	0.7	60%
Zysk brutto ze sprzedaży	4.8	5.8	22%
Koszty operacyjne	-2.9	-3.4	16%
EBIT	-8.8	2.4	n.a.
Przemysł	1.6	2.1	29%
Najem aktywów	0.1	0.7	1037%
Hotelarstwo	0.6	0.2	-73%
Konsulting budowlany	-0.1	-0.5	n.a.
Developing	0.0	0.0	n.a.
Pozostałe	-0.3	-0.1	n.a.
Znorm. EBIT*	1.9	2.4	30%
EBITDA	-7.2	4.0	n.a.
Znorm. EBITDA*	3.5	4.0	13%
Koszty finansowe netto	-1.6	-1.2	-21%
Zysk netto	1.7	0.3	-81%
Znorm. Zysk netto**	0.8	1.0	28%

*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne; **Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne, rozpoznanie aktywa podatkowego oraz stratę finansową związaną z rozliczeniem kontraktu IRS;
 Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody. Przychody Immobile w 1Q2015 wyniosły PLN 20.2mln (wzrost 2% r/r). Największą dynamikę odnotowano w segmentach pozostałych usług (PLN 0.7mln, wzrost 60% r/r) wynikający głównie z rozwoju sieci Ekozakupy) oraz najmu aktywów (PLN 1.9mln, wzrost 15% r/r). Wzrost odnotowano również w segmencie hotelarskim, w którym przychody w 1Q2015 wyniosły PLN 5.5mln (wzrost 5% r/r). W segmencie konsultingu budowlanego przychody spadły o 6% r/r do PLN 1.5mln ze względu na negatywny trend w zakresie zleceń kosztorysowych. W segmencie przemysłowym również odnotowano spadek sprzedaży, która w 1Q2015 wyniosła PLN 10.4mln (spadek 3% r/r). Spadek ten spowodowany był niskim popytem w sektorze offshore i subsea związanym z rekordowo niskimi cenami ropy. Portfel zamówień w obszarze przemysłowym wyniósł na koniec 1Q2015 PLN 32mln vs. PLN 36mln na koniec 4Q2014 oraz PLN 40mln na koniec 1Q2014.

Rentowność. Zysk brutto ze sprzedaży w 1Q2015 wyniósł PLN 5.8mln (wzrost 22% r/r, marża 29%), a znormalizowany EBIT PLN 2.4mln (wzrost 30% r/r, marża 12%). Największy wzrost marży operacyjnej odnotowany został w segmentach najmu aktywów (marża EBIT 35% vs. 4% w 1Q2014) oraz przemysłowym (marża 20% vs. 15% w 1Q2014), a największy spadek w segmentach hotelarskim (marża 3% vs. 12% w 1Q2014) i konsultingu budowlanego (negatywna marża na poziomie 30%). Zwracamy uwagę, że 1Q2015 jest pierwszym kwartałem, w którym wyniki segmentów prezentowane są na poziomie wyniku operacyjnego, a nie zysku brutto ze sprzedaży. Koszty ogólnego zarządu, (w tym koszty centrali), zostały włączone do kosztów operacyjnych poszczególnych segmentów bez wskazania proporcji w jakich zostało to dokonane.

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 1.2mln (vs. PLN 1.6mln w 1Q2014) raportowany zysk netto wyniósł PLN 0.3mln (spadek o 81% r/r). Na wynik netto wpływ miała amortyzacja aktywa podatkowego, której skutkiem jest efektywna stopa podatkowa na poziomie 73%. Znormalizowany zysk netto (zakładając stawkę ustawową 19%) wyniósł PLN 1.0m (wzrost 28% r/r, marża 4.8%).

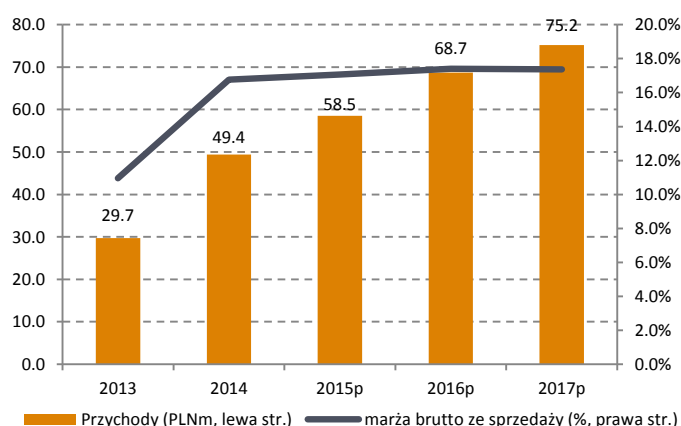
Przepływy operacyjne i dług netto. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły w 1Q15 PLN 6.7m vs. ujemne przepływy w wysokości PLN 3.8m w 1Q14. Wysokie przepływy operacyjne w 1Q2015 wynikają głównie ze spłaty należności z tytułu umowy budowlanej – przepływy te wyniosły w 1Q2015 PLN 7.7mln. Dług netto na koniec 1Q15 wyniósł PLN 72.2mln vs. PLN 75.9mln na koniec 2014 r. Jednakże wzrost EBITDA w 1Q2015 wpłynął na obniżenie dźwigni finansowej Immobile, mierzonej wskaźnikiem dług netto/znorm. 12mEBITDA do 6.1x vs. 7.8x na koniec 4Q2014.

Prognozy finansowe

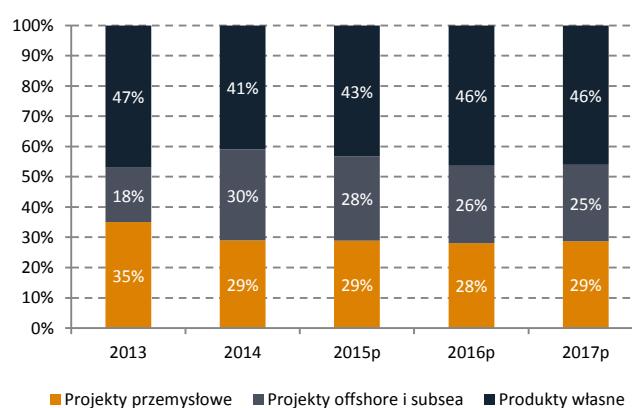
Segment przemysłowy.

W segmencie przemysłowym, oczekujemy wzrostu przychodów o 18% r/r w 2015p do PLN 58.5m oraz o 17% r/r do PLN 68.7m w 2016p. Pomimo spadku backlogu do PLN 32.5mln na koniec 1Q15 vs. PLN 40mln na koniec 1Q14 prognozujemy poprawę wyników głównie dzięki intensyfikacji sprzedaży produktów własnych, w tym wprowadzeniu na rynek w 2016p nowego produktu – wielopoziomowych parkingów automatycznych (cena jednego systemu może osiągać wartość nawet kilkudziesięciu tysięcy złotych). Zakładamy kontrybucję nowego produktu do przychodów na poziomie PLN 4.5mln w 2016p. Prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 10.0mln (marża 17.1%) w 2015p oraz PLN 12.0mln (marża 17.4%) w 2016p. Wzrost rentowności sprzedaży wynikać będzie z oczekiwanej przez nas intensyfikacji sprzedaży wyżej marżowych produktów własnych oraz projektów w branży maszynowej.

Wykres 17. Przychody w segmencie przemysłowym w latach 2013-2017p.



Wykres 18. Struktura przychodów w segmencie przemysłowym w latach 2013-2017p.



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Segment hotelarski.

W segmencie hotelarskim oczekujemy wzrostu przychodów w latach 2015-2016p o 11% r/r oraz 23% r/r do PLN 28.8mln oraz PLN 35.4mln. Zakładamy wzrost średniego obłożenia sieci z 58% w 2014 r. do 64% i 66% w latach 2015-2016p oraz spadek średnich stawek netto za noc z PLN 150 odpowiednio do PLN 147.5 oraz PLN 145. Przy oczekiwanej przez nas rentowności sprzedaży na stałym poziomie 29.2% w latach 2015-2016p prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 8.4mln oraz PLN 10.3mln.

W 2015p największy wpływ na wzrost sprzedaży w segmencie będzie mieć oczekiwana przez nas poprawa obłożenia w hotelach w Chorzowie i Inowrocławiu do 50% w 2015p oraz do 70% w 2016p vs. szacowane przez nas średnie obłożenie na poziomie 35% w 2014 r. W pierwszej połowie 2016 r. otwarty ma zostać również nowy hotel Focus zlokalizowany w Gdańsku Wrzeszczu. Hotel docelowo ma mieć 122 pokoje oraz 735 mkw. powierzchni konferencyjnej. Zakładamy, że nowy hotel odnotuje średnie obłożenie w latach 2016-2017p na poziomie odpowiednio 65% oraz 75%. Oprócz hotelu w Gdańsku zakładamy otwarcie jeszcze jednej filii sieci Focus w 2016p oraz dwóch w 2017p. Każdy z nowo otwartych hoteli będzie charakteryzował się średnim obłożeniem na poziomie 40% w pierwszym roku działalności, 55% w drugim roku, a docelowo 70%. Zakładamy, że każdy z nowych hoteli będzie oferował średnio 100 pokoi. Oczekujemy również, że zgodnie z przyjętą przez spółkę strategią budynki,

w których będą zlokalizowane hotele będą przez spółkę dzierżawione. W takim układzie wynajmujący ponosi większość kosztów przystosowania lokalu do potrzeb sieci w formie fit-outu, dlatego w naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne wymagane na otwarcie nowej fili na poziomie PLN 0.5mln.

Tabela 18. Immobile: Prognoza wyników segment hotelarskiego w latach 2015-2017p.

	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	25.8	28.8	35.4	45.1
wzrost (%)	23%	11%	23%	27%
Zysk brutto ze sprzedaży	7.5	8.4	10.3	13.2
marża (%)	29%	29%	29%	29%
Liczba hoteli	6	6	8	10
Liczba pokoi	535	535	757	957
Bydgoszcz	36.0	36.0	36.0	36.0
Łódź	110.0	110.0	110.0	110.0
Szczecin	119.0	119.0	119.0	119.0
Gdańsk (Elbląska 85)	99.0	99.0	99.0	99.0
Chorzów	137.0	137.0	137.0	137.0
Inowrocław	34.0	34.0	34.0	34.0
Gdańsk (ul. Nad Stawem 5)	0.0	0.0	122.0	122.0
Hotel 1 otwarcie 2016	0.0	0.0	100.0	100.0
Hotel 2 otwarcie 2017	0.0	0.0	0.0	100.0
Hotel 3 otwarcie 2017	0.0	0.0	0.0	100.0
Średnie obłożenie	58%	64%	66%	63%
Bydgoszcz		70%	70%	70%
Łódź		70%	70%	70%
Szczecin		70%	70%	70%
Gdańsk (Elbląska 85)		70%	75%	75%
Chorzów		50%	70%	70%
Inowrocław		50%	70%	70%
Gdańsk (ul. Nad Stawem 5)			65%	75%
Hotel 1 otwarcie 2016			40%	55%
Hotel 2 otwarcie 2017				40%
Hotel 3 otwarcie 2017				40%
ADR (PLN)	150.0	147.5	145.0	145.0

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Celem spółki jest osiągnięcie 3,000 pokoi do 2020 r. w ramach hoteli od 2 do 4 gwiazdek. Strategia spółki zakłada koncentrację na miastach powyżej 200 tys. mieszkańców. Immobile planuje zwiększyć swoje przychody w segmencie hotelarskim również poprzez rozwój usług uzupełniających usługi hoteli, m.in. poprzez projekt Focus on Human, który sprzedaż dań z dowozem do klienta w ramach brandów Focus Pizza oraz TOGO oraz uruchomienie punktów garmazu sprzedawanego w centrach handlowych. Projekt wystartował w maju 2015 r. Spółka planuje pozyskanie funduszy na rozwój projektu Focus on Human poprzez wprowadzenie sieci Focus do obrotu na rynku NewConnect. W naszych prognozach, ze względu na wczesną fazę projektu garmazeryjnego, nie uwzględniamy wyniku projektu ani ew. emisji akcji sieci hotelowej.

Segment najmu aktywów.

W segmencie najmu aktywów prognozujemy wzrost przychodów w latach 2015-2016p o 12.2% i 10.8% do PLN 8.9mln oraz PLN 9.9mln, głównie ze względu na założenie poprawy obłożenia w Stoczni Pomerania. Przy oczekiwanym spadku rentowności ze sprzedaży do 39.3% w 2015p oraz 38.4% w 2016p z 40.4% w 2014 r. prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 3.5mln w 2015p oraz PLN 3.8mln w 2016p.

Głównym projektem realizowanym przez spółkę w segmencie najmu aktywów jest budowa kompleksu biurowo-usługowego Immobile K3 przy placu Kościeleckich w Bydgoszczy. Kompleks ma oferować łącznie 8,600 mkw. powierzchni użytkowej, z czego 2,400 mkw. to przestrzeń handlowo-usługowa, a 6,200 mkw. to przestrzeń biurowa. Zakończenie budowy planowane jest na pierwszą połowę 2017 r. Przy założeniu kosztu budowy mkw. na poziomie PLN 4.65k szacujemy łączne nakłady inwestycyjne na biurowiec w wysokości PLN 40mln w latach 2015-2017p oraz wartość godziwą na poziomie PLN 57.9mln. Wartość godziwą projektu szacujemy przy założeniu średnich czynszów na poziomie PLN 50/mkw./msc w części biurowej oraz PLN 60/mkw./msc w części handlowo-usługowej, docelowym łącznym dochodzie operacyjnym na poziomie PLN 4.6mln oraz stopie kapitalizacji 8.0%.

W latach 2015-2017p oczekujemy wzrostu wartości księgowej nieruchomości inwestycyjnych odpowiednio do PLN 75.8mln, PLN 87.5m oraz PLN 113.2mln. Zmiana wartości księgowej nieruchomości inwestycyjnej związana jest z:

- Oczekiwany przez nas stopniowym wykorzystywaniem gruntów na realizację projektu mieszkaniowego Platanowy Park,
- Budową biurowca Immobile K3 przy placu Kościeleckich.

Tabela 19. Wynik segmentu najmu oraz wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych w latach 2014-2017p.

	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	8.0	8.9	9.9	13.2
wzrost (%)	26%	12%	11%	33%
Zysk brutto ze sprzedaży	3.2	3.5	3.8	6.6
Marża (%)	40.4%	39.3%	38.4%	50.0%
Stocznia Pomerania w Szczecinie	27.6	27.6	27.6	27.6
Centrum Faktoria w Bydgoszczy	20.6	20.6	20.6	20.6
Immobile K3 (plac Kościeleckich)	0.0	10.0	28.0	57.9
Pozostałe nieruchomości inwestycyjne	26.9	17.6	11.3	7.2
Suma	75.1	75.8	87.5	113.2

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

W zakresie nieruchomości inwestycyjnych spółka rozważa również rozbudowę CH Faktoria (zabudowa części parkingu) oraz remont i modernizację kolejnych budynków w Stoczni Pomerania. Co więcej w planach dotyczących realizacji projektu mieszkaniowego Platanowy Park w okresie nadchodzących 6-7 lat spółka planuje wybudować ok. 45,000 mkw. powierzchni biurowo-handlowo-usługowej. Jednakże, ze względu na brak szczegółów dotyczących wcześniej przedstawionych planów nie uwzględniamy powyższych projektów w naszych prognozach.

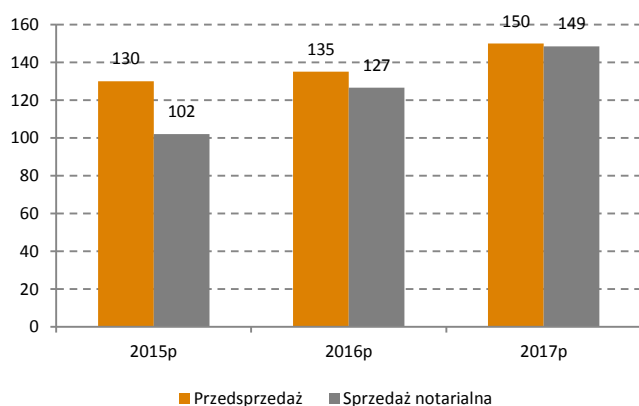
Segment deweloperski.

W segmencie deweloperskim oczekujemy przekazania mieszkań w latach 2015-2016p na poziomie 102 oraz 127, co przełoży się na przychody w wysokości odpowiednio PLN 25.6mln i PLN 38.1mln. W latach 2015-2016p oczekujemy przedsprzedaży odpowiednio na poziomie 130 oraz 135 mieszkań. Nasze prognozy są minimalnie poniżej założeń spółki dotyczących sprzedaży ok. 150 mieszkań rocznie w ciągu najbliższych 6-7 lat. Przy stałej oczekiwanej marży brutto ze sprzedaży na poziomie 19.8%, w latach 2015p-2016p oczekujemy zysku brutto ze sprzedaży na poziomie odpowiednio PLN 5.1mln oraz PLN 7.5mln.

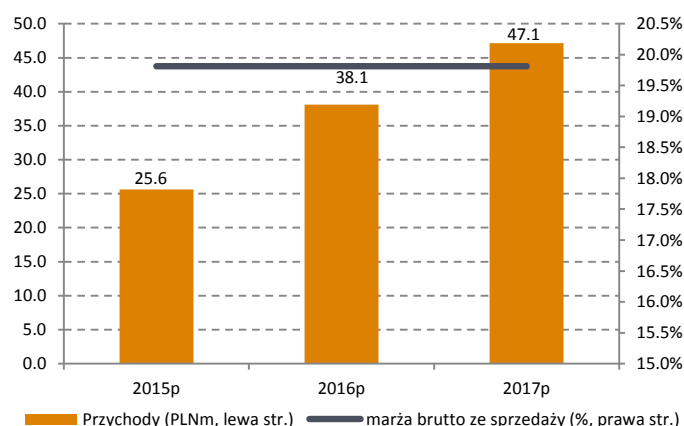
Tabela 20. Immobile: Prognoza realizacji projektu mieszkaniowego Platanowy Park.

Etap	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Średnia pow. Lokalu(mkw.)	Okres realizacji	Sprzedaż			Przekazania			Przychody			Marża brutto (%)
					2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	
0	144	6 663	46	2Q2014 - 4Q2015	120	15	9	102	33	9	25.6	8.3	2.3	19.8%
1	143	8 407	59	3Q2015 - 4Q2016	10	100	21	0	93.5	37.5	0.0	29.8	12.0	19.8%
2	189	11 242	59	3Q2016 - 4Q2017	0	20	100	0	0	102	0.0	0.0	32.9	19.8%
3	204	12 625	62	3Q2017 - 4Q2018	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19.8%
Suma	680	38 936	226	- - -	130	135	150	102	127	149	25.6	38.1	47.1	-

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 19. Przedsprzedaż oraz sprzedaż notarialna mieszkań w latach 2015-2017p


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

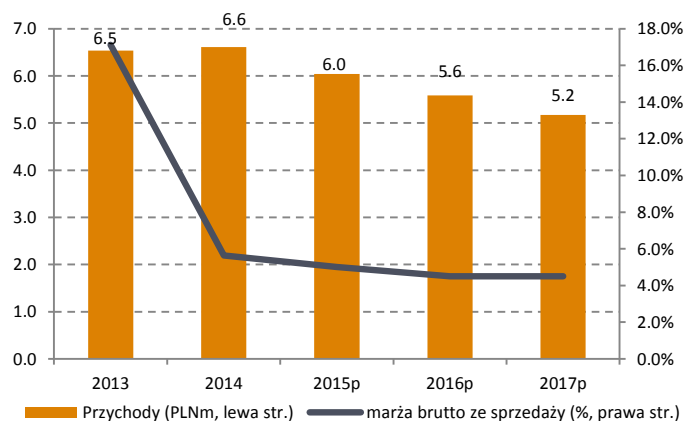
Wykres 20. Przychody oraz marża brutto w segmencie deweloperskim w latach 2015-2017p.


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

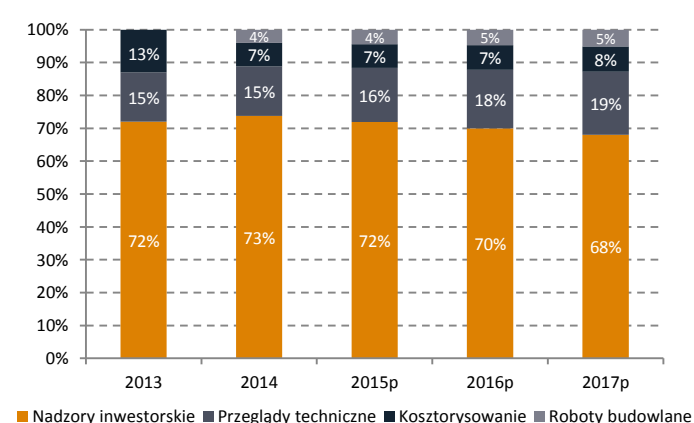
W naszych prognozach nie zakładamy zwiększania przez spółkę banku ziemi, ani uruchamiania kolejnych projektów deweloperskich.

Konsulting budowlany.

W segmencie konsultingu budowlanego prognozujemy spadek przychodów w latach 2015-2016p o 9% i 8% do PLN 6.0mln oraz PLN 5.6mln. Wraz z rozwojem segmentu deweloperskiego zakładamy większe wykorzystanie zasobów segmentu konsultingu na potrzeby realizacji projektów mieszkaniowych i komercyjnych, w związku z czym oczekujemy stopniowego ograniczania działalności Immobile w zakresie nadzorów inwestorskich. Prognozujemy spadek sprzedaży Immobile w zakresie nadzorów inwestorskich w tempie 10% rocznie w latach 2015-2016p. Spółka odnotowuje również negatywny trend w zakresie zleceń kosztorysowych (w 2014 r. przychody z tego tytułu spadły o 45% r/r) – w naszych prognozach zakładamy utrzymanie się tej tendencji i dalszy spadek przychodów ze zleceń kosztorysowych na poziomie 5% rocznie w latach 2015-2016p. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży oczekujemy marży w latach 5.0% oraz 4.5%, co implikuje zysk brutto ze sprzedaży na poziomie ok. PLN 0.3mln.

Wykres 21. Przychody oraz marża brutto w segmencie konsultingu budowlanego w latach 2015-2017p.


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 22. Struktura przychodów w segmencie konsultingu budowlanego w latach 2013-2017p.


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podsumowanie prognoz wyników finansowych.

Prognozujemy skonsolidowane przychody grupy na poziomie PLN 129.3mln (wzrost 42% r/r) w 2015p oraz PLN 159.6mln (wzrost 23% r/r) w 2016p. Uważamy, że największy potencjał wzrostu przychodów Immobile w najbliższych latach związany jest z bydgoskim projektem deweloperskim, którego pierwszy etap ma być oddany w 4Q2015. W segmencie deweloperskim oczekujemy przekazań mieszkań w latach 2015-2016p na poziomie 102 oraz 127, co przełoży się na przychody w wysokości odpowiednio PLN 25.6mln i PLN 38.1mln. W pierwszym pod względem wielkości przychodów obszarze działalności, segmencie przemysłowym, oczekujemy wzrostu przychodów o 18% r/r w 2015p do PLN 58.5mln oraz o 17% r/r do PLN 68.7m w 2016p, głównie ze względu na większą sprzedaż produktów własnych oraz projektów maszynowych. W segmencie hotelarskim oczekujemy wzrostu przychodów w latach 2015-2016p o 11% oraz 23% do PLN 28.8mln oraz PLN 35.4mln, głównie ze względu na wzrost średniego obłożenia w hotelach otwartych 2014 r. i pod koniec 2013 r oraz otwarcie dwóch nowych hoteli w 2016p. W segmencie najmu aktywów prognozujemy wzrost przychodów w latach 2015-2016p o 12% i 11% do PLN 8.9mln oraz PLN 9.9mln, głównie ze względu na założenie poprawy obłożenia w Stoczni Pomerania. Obszarem, który naszym zdaniem w najbliższych latach będzie tracił na znaczeniu, jest segment konsultingu budowlanego, w którym oczekujemy spadku przychodów o 9% w 2015p oraz o 8% w 2016p.

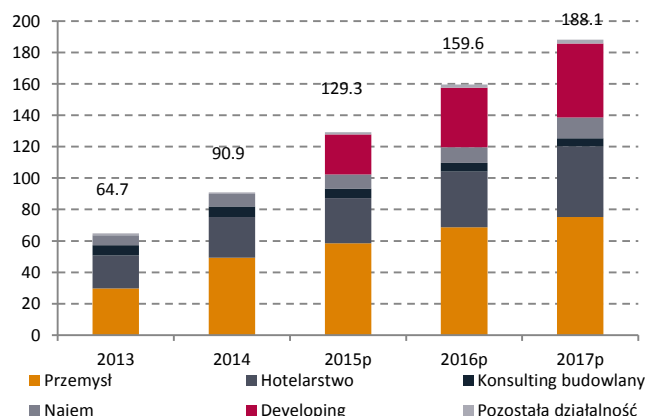
Tabela 23. Podsumowanie prognozy wyników.

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	83.5	64.7	90.9	129.3	159.6	188.1
Przemysł	53.0	29.7	49.4	58.5	68.7	75.2
Hotelarstwo	16.6	20.9	25.8	28.8	35.4	45.1
Konsulting budowlany	5.0	6.5	6.6	6.0	5.6	5.2
Najem	6.6	6.3	8.0	8.9	9.9	13.2
Developing	0.0	0.0	0.0	25.6	38.1	47.1
Pozostała działalność	2.4	1.2	1.1	1.4	1.9	2.4
Zysk brutto ze sprzedaży	19.6	10.4	17.7	27.0	33.8	42.4
Przemysł	8.7	3.3	8.3	10.0	12.0	13.1
Hotelarstwo	5.3	3.9	7.5	8.4	10.3	13.2
Konsulting budowlany	0.8	1.1	0.4	0.3	0.3	0.2
Najem	4.6	1.8	3.2	3.5	3.8	6.6
Developing	0.0	0.0	0.0	5.1	7.5	9.3
Pozostała działalność	0.2	0.3	-1.7	-0.2	-0.1	0.0
EBITDA znorm.*	13.2	9.0	9.8	17.9	23.5	30.7
EBIT znorm.*	5.7	1.3	3.2	11.8	17.2	24.2
Zysk netto znorm.**	6.9	-1.4	-1.2	6.7	10.9	16.3

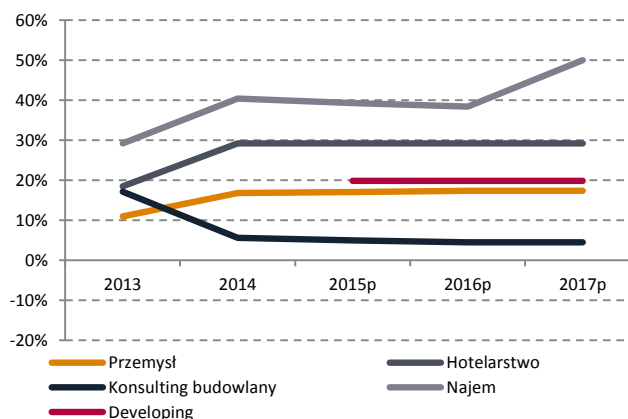
*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne; **Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne, rozpoznanie aktywa podatkowego oraz stratę finansową związaną z rozliczeniem kontraktu IRS;
 Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Prognozujemy skonsolidowany zysk brutto ze sprzedaży w latach 2015-2016p na poziomie PLN 27.0mln (marża 20.9%) oraz PLN 33.8mln (marża 21.2%). W najbardziej perspektywicznym segmencie deweloperski oczekujemy zysku brutto ze sprzedaży w latach 2015-2016p w wysokości PLN 5.1mln (marża 19.8%) oraz PLN 7.5mln (marża 19.8%). W segmencie przemysłowym oczekujemy zysku brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 10.0mln (marża 17.1%) w 2015p oraz PLN 12.0mln (marża 17.4%) w 2016p. Wzrost rentowności sprzedaży wynikać będzie z oczekiwanej przez nas intensyfikacji sprzedaży bardziej marżowych produktów własnych. W segmencie hotelarskim oczekujemy utrzymania marży ze sprzedaży w latach 2015-2016p na poziomie z 2014 r. wynoszącym 29.2%, co przy naszych prognozach przychodów implikuje zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 8.4mln w 2015p oraz PLN 10.3mln w 2016p. W segmencie najmu aktywów szacujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 3.5mln w 2015p oraz PLN 3.8mln w 2016p, co oznacza erozję marży ze sprzedaży do 39.3% w 2015p oraz do 38.4% w 2016p. Również w segmencie konsultingu budowlanego oczekujemy spadku rentowności sprzedaży do 5.0% w 2015p oraz 4.5% w 2016p, co implikuje zysk brutto ze sprzedaży na poziomie ok. PLN 0.3mln.

Przy założeniu wzrostu kosztów ogólnego zarządu o 16.5% r/r do PLN 15.2mln w 2015p oraz o 8.9% do PLN 16.6mln w 2016p prognozujemy EBIT Immobile w analogicznym okresie na poziomie PLN 11.8mln (marża 9.1%) i PLN 17.2mln (marża 10.8%). Przy założeniu utrzymania amortyzacji poziomie PLN 6.1mln w 2015p oraz PLN 6.3mln w 2016p prognozujemy EBITDA w wysokości PLN 17.9mln (marża 13.9%) w 2015p oraz PLN 23.5mln (marża 14.7%) w 2016p. Na poziomie netto prognozujemy znormalizowany wynik w latach 2015-2016p na poziomie PLN 6.7mln oraz PLN 10.9mln.

Wykres 23. Immobile: Struktura przychodów w latach 2013-2017p.


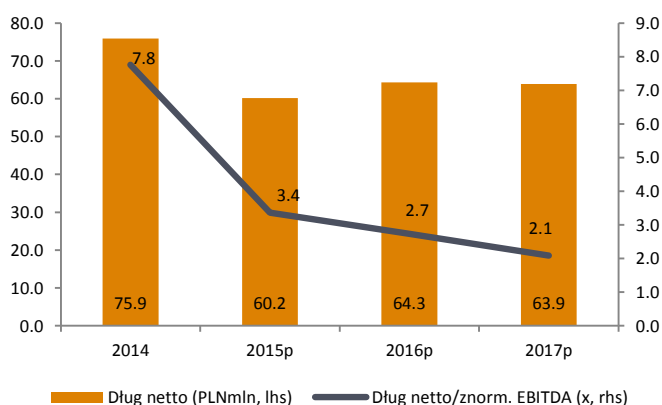
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 24. Immobile: Marża zysku brutto ze sprzedaży w segmentach w latach 2013-2017p


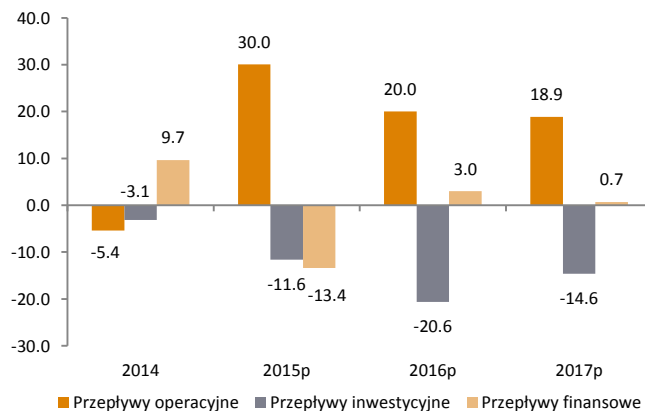
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Zadłużenie i przepływy pieniężne.

W latach 2015-2017p prognozujemy pozyskanie przez spółkę finansowania zewnętrznego w celu pokrycia nakładów inwestycyjnych związanych z realizacją projektu mieszkaniowego Platanowy Park oraz budową biurowca Immobile K3. Zakładamy, że spółka zaciągnie nowy dług w latach 2016-2017p. o wartości odpowiednio PLN 13mln i PLN 11mln. Jednocześnie z harmonogramu spłaty zaciągniętych kredytów długoterminowych wynika, że w latach 2015-2016p. spółka będzie musiała spłacić raty kapitałowe o wartości ok. PLN 6.5mln rocznie. W rezultacie oczekujemy długu netto spółki w okresie 2015-2016p na poziomie PLN 60.2mln oraz PLN 64.3mln. Wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA w latach 2015-2016p szacujemy na poziomie 3.4x oraz 2.7x.

Wykres 25. Zadłużenie w latach 2013-2017p


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 26. Harmonogram spłaty kredytów (PLNmłn)


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Prognozujemy przepływy operacyjne w latach 2015-2016p. na poziomie PLN 30m oraz PLN 20mln. Przy założeniu odtworzeniowych nakładów inwestycyjnych na poziomie PLN 1.5mln, nakładów na wyposażenie nowego, dzierżawionego hotelu na poziomie PLN 0.5mln oraz całkowitych nakładów inwestycyjnych na budowę biurowca Immobile K3 w latach 2015-2017p w wysokości PLN 40mln prognozujemy całkowite przepływy inwestycyjne w latach 2015-2016p na poziomie PLN -11.6mln oraz PLN -20.6mln.

Tabela 22. Przepływy pieniężne w latach 2013-2017p.

Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk brutto	12.4	-3.5	-12.5	8.3	13.4
Podatek dochodowy	1.2	-1.4	-1.8	-2.2	-3.0
Amortyzacja	7.5	7.7	6.6	6.1	6.3
Zmiany w kapitale obrotowym	4.0	2.0	-12.4	13.0	-1.8
Inne zmiany niepieniężne	-7.3	1.7	14.7	4.9	5.2
Przepływy z działalności operacyjnej	17.8	6.5	-5.4	30.0	20.0
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-14.9	-19.4	-5.0	-11.8	-20.8
Inne przepływy inwestycyjne	11.2	7.8	1.9	0.2	0.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3.8	-11.6	-3.1	-11.6	-20.6
Zmiany netto zadłużenia	-9.2	7.2	14.7	-10.1	6.5
Odsetki zapłacone	-3.2	-2.3	-3.7	-3.3	-3.5
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-12.9	4.0	9.7	-13.4	3.0
Zmiana gotówki	1.1	-1.1	1.2	5.0	2.4

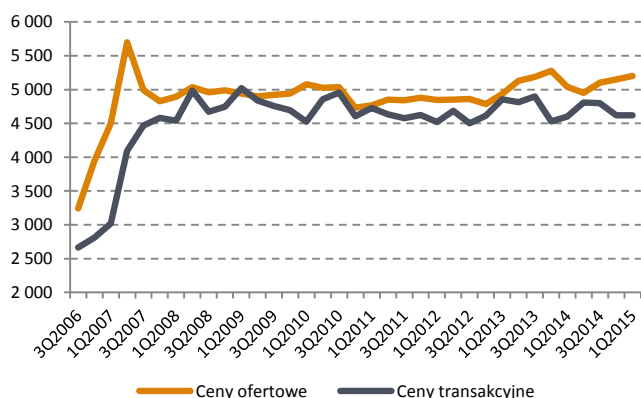
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Otoczenie rynkowe

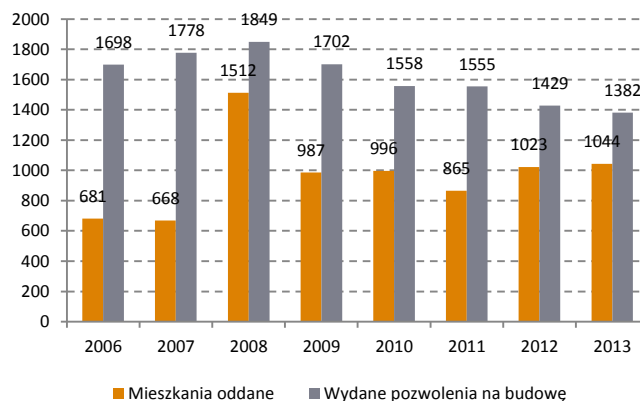
Rynek mieszkaniowy w Bydgoszczy.

Liczba oddawanych mieszkań w Bydgoszczy odnotowuje wzrost od 2011 r. Obecnie, rocznie oddawanych jest tam ok. 1000 nowych mieszkań – w 2013 r. liczba ta wyniosła 1044 (ok. 25% mieszkań oddanych w regionie), co oznacza 2%-owy wzrost r/r. Przeciwny trend zaobserwować można w liczbie wydawanych pozwoleń na budowę, która regularnie spada od rekordowego 2008 r. W 2014 r. wyniosła ona 1379 vs. 1382 w 2013 r. oraz 1429 w 2012 r. Średnia cena ofertowa mieszkania na rynku pierwotnym wyniosła w 1Q15 PLN 5200/mkw., a cena transakcyjna PLN 4619 mkw.

Wykres 27. Ceny ofertowe oraz transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w Bydgoszczy (PLN/mkw)



Wykres 28. Mieszkania oddane do użytkowania w Bydgoszczy w latach 2006-2013.



Źródło: NBP

Źródło: Urząd Statystyczny w Bydgoszczy

Na rynku pierwotnym w Bydgoszczy oferowane są obecnie 23 projekty, z których 13 ma zostać oddanych w latach 2015-2016 r. Powierzchnie oferowanych mieszkań zawierają się w przedziale 25-151mkw. Ujawnione na portalu rynekpierwotny.pl minimalne ceny ofertowe wahają się w granicach 3640-7000 PLN/mkw. W Tabeli 23. przedstawione są obecne oraz nadchodzące bydgoskie projekty mieszkaniowe.

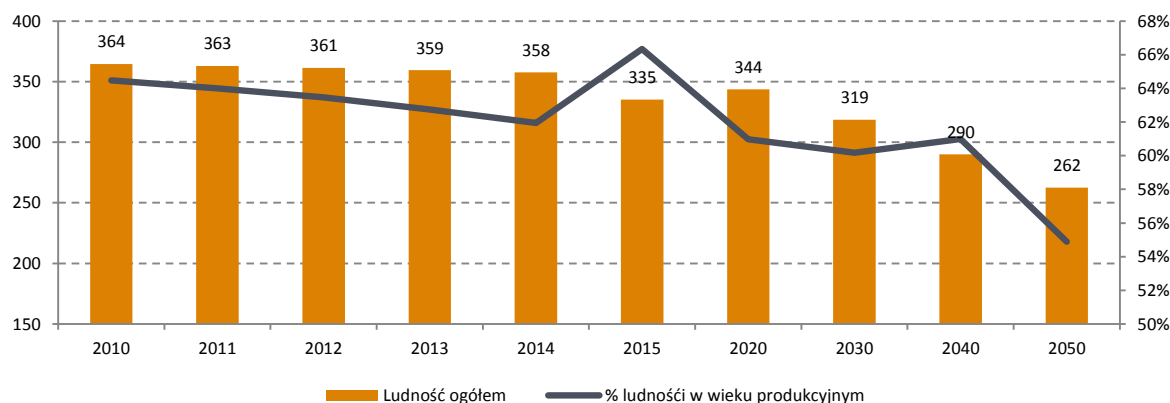
Tabela 23. Bydgoskie projekty mieszkaniowe

Projekt	Termin oddania	Dostępne mieszkania	Pow. min (mkw)	Pow. max (mkw)	Cena min (PLN/mkw)	Objęte MdM
Osiedle Tęczowe, budynek F-4	4Q2016	45	33	127	n.a.	Nie
Osiedle Delta	3Q2016	20	25	61	n.a.	Nie
Osiedle Impresja	2Q2016	52	28	71	n.a.	Nie
Chodkiewicza 19	2Q2016	33	33	86	n.a.	Nie
Dębowa Ostoja Etap III	1Q2016	97	37	78	n.a.	Tak
Villa Patria 3	1Q2016	12	48	119	4400	Tak
Esperanto	1Q2016	44	39	73	n.a.	Nie
Nordic Haven	4Q2015	79	34	151	7000	Nie
Osiedle Mozaika	4Q2015	45	52	70	n.a.	Tak
Atrium Park etap C, D	4Q2015	83	30	147	n.a.	Nie
Osiedle Awangarda II	4Q2015	13	68	82	5072	Nie
Villa Quattrra	3Q2015	4	80	90	4433	Nie
Osiedle pod Skarpą	3Q2015	27	30	59	4104	Tak
Nordic Residence	Oddano	84	30	79	4390	Tak
Wzgórze Wolności, Budynek C	Oddano	12	39	70	n.a.	Nie
Nad Strumykiem	Oddano	30	35	81	4250	Tak
Osiedle Paryskie	Oddano	33	27	78	n.a.	Nie
Wzgórze Wolności, Budynek B	Oddano	5	50	68	n.a.	Nie
Osiedle Zielone Tarasy	Oddano	43	33	89	n.a.	Tak
Przy Parku	Oddano	12	44	60	4100	Tak
Marina House	Oddano	25	43	101	n.a.	Nie
Bursztynowa Rezydencja	Oddano	5	42	98	3640	Tak
Osiedle Wyzwolenia	Oddano	11	40	74	n.a.	Tak

Źródło: www.rynekpierwotny.pl, Dane na 2015-06-17, Vestor DM

Na popyt na rynku mieszkaniowym w najbliższych latach wpływać mogą negatywne dane demograficzne Bydgoszczy. W latach 2010-2014 liczba ludności w Bydgoszczy spadła o 1.9% do 358tys. Prognozy GUS na najbliższe lata zakładają dalszy spadek liczby ludności, która w 2020 r. ma wynieść 344tys. (negatywny CAGR 2014-2020 na poziomie 0.7%). Dodatkowo należy zauważyć spadek udziału ludności w wieku produkcyjnym (głównej grupy demograficznej generującej popyt na mieszkania) w całości liczby mieszkańców Bydgoszczy – na koniec 2014 r. wskaźnik ten wyniósł 61.9% vs. 64.5% w 2010 r.

Wykres 29. Prognoza liczby ludności Bydgoszczy na lata 2015-2050.



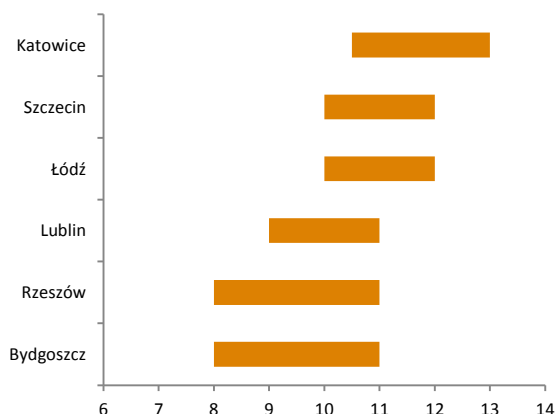
Źródło: GUS, Vestor DM

Wspieraniem dla wysokich poziomów sprzedaży będą zarówno niskooprocentowane kredyty hipoteczne (pomimo rosnącej marży kredytowej obecne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych pozostaje na jednym z najniższych poziomów od początku 2006 r.) jak również państwowe programy wsparcia finansowego: „Mieszkanie dla Młodych” oraz „Fundusz Mieszkań pod Wynajem”. W kwietniu 2015 r. podwyższone zostały limity ceny mieszkania dla Bydgoszczy w ramach MdM do PLN 4546.85/mkw. Z kolei zgodnie z założeniami Rekomendacji S od początku 2015 r. kredytobiorcy muszą zapewnić 10% wkładu własnego (w porównaniu do 5% w 2013 r.), jednak uważamy że nie powinno to mieć istotnego wpływu na rynek kredytów hipotecznych (według badania TNS Polska przeprowadzonego w kwietniu 2014 r., jedynie 12% kredytów zawierane było dla LtV przekraczającego 90%).

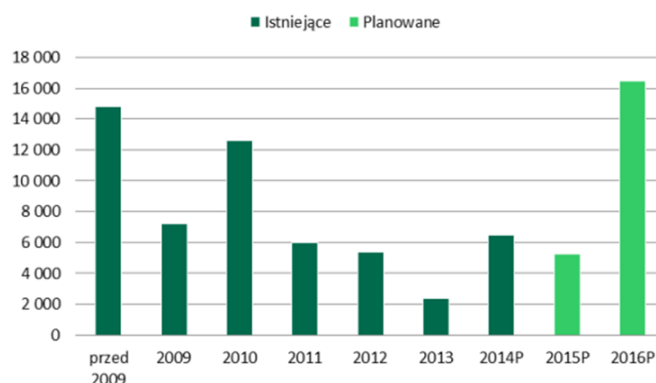
Rynek biurowy w Bydgoszczy.

Bydgoszcz, ze względu na swoje walory inwestycyjne takie jak dobra lokalizacja, dostępność wykwalifikowanej kadry oraz umiarkowane koszty prowadzenia biznesu, jest beneficjentem rozwoju branży BPO w Polsce co przekłada się na większy popyt na powierzchnię biurową. Miasto wykorzystując tendencje rynkowe zainicjowało dodatkowo w zeszłym roku kampanię mającą na celu przyciągnięcie biznesu outsourcingowego – „Bydgoszcz otwarta na outsourcing”.

Według danych Pro Progressio na koniec 2014 r. całkowita podaż powierzchni biurowej w Bydgoszczy wyniosła 41,020 mkw., z czego 24,600 mkw. to klasa biur A/B+. Dodatkowo w budowie znajduje się obecnie 9,210 mkw., z czego do klasy A/B+ zaliczyć można 7,500 mkw. W latach 2015-2016, według danych CBRE, na bydgoski rynek komercyjny trafić ma odpowiednio ok. 5,000 mkw. oraz ponad 16,000 mkw. Czynniki za wynajem powierzchni biurowej oscylują w przedziale EUR 8-11/mkw miesięcznie. W stosunku do porównywalnych pod względem liczby mieszkańców miast stawki w Bydgoszczy wydają się dość niskie.

Wykres 30. Czynsze biurowe w wybranych miastach Polski (EUR/mkw/miesiąc)


Źródło: CBRE

Wykres 31. Podaż powierzchni biurowej w Bydgoszczy (mkw)


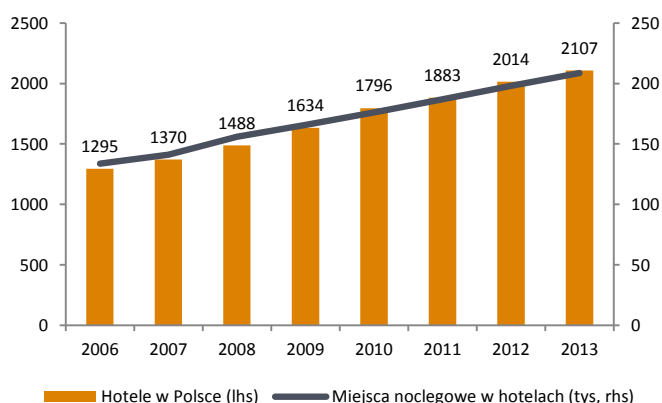
Źródło: CBRE

Rynek powierzchni handlowej w Bydgoszczy.

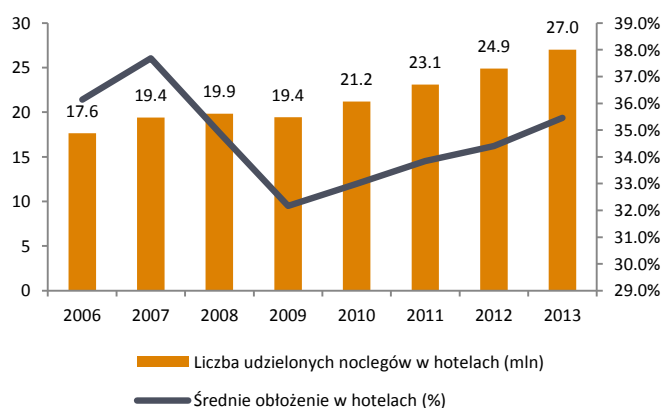
Według danych Colliers w Bydgoszczy na koniec 2014 r. funkcjonowało 8 centrów handlowych o łącznej powierzchni wynajmowalnej 196,400 mkw., w których działało ok. 470 sklepów. Przy populacji 358,600 mieszkańców powierzchnia ta implikuje nasycenie na poziomie 548 mkw./1000 mieszkańców. Największe bydgoskie centrum handlowe to Focus Mall, charakteryzujące się powierzchnią najmu 42,000 mkw. podzieloną na 140 lokali. Z nowych projektów najważniejszym obiektem jest centrum Zielone Arkady o powierzchni 51,000 mkw. W kwietniu 2015 r. zakończyła się również rozbudowa Galerii Pomorskiej, która zwiększyła swoją powierzchnię o dodatkowe 10,000 mkw. Według danych Colliers na koniec 2014 r. czynsze w bydgoskich centrach handlowych plasują się na średnim poziomie i znajdują się w lekkim trendzie spadkowym. Najwyższe czynsze za lokale 100-150 mkw. wynoszą ok 33-35 EUR/mkw. miesięcznie.

Rynek hotelarski w Polsce.

Na dzień 30 czerwca Polska baza hotelowa obejmowała 2,458 hoteli, dysponujących 233,533 miejscami noclegowymi. Średnio jeden hotel w Polsce oferuje więc 95 miejsc noclegowych w 48 pokojach. W pierwszej połowie 2014 r. polska baza hotelowa powiększyła się o 78 hoteli (2,764 pokoi), a w całym 2013 r. o 190 hoteli (7,390 pokoi). Przyrostowi bazy hotelowej towarzyszy wzrost popytu na usługi hotelarskie. Sukcesywnie od 2009 r. wzrasta średnie obłożenie hoteli, które w 2013 r. wyniosło 35.5%.

Wykres 32. Hotele w Polsce w latach 2006-2013 r.


Źródło: GUS, Vestor DM

Wykres 33. Średnie obłożenie w hotelach w latach 2006-2013 r.


Źródło: GUS, Vestor DM

Średnie ceny za nocleg w Polsce utrzymują się na stabilnym poziomie. Według danych HRS w Warszawie w 2014 r. średnia cena standardowego, 2-osobowego pokoju wyniosła EUR 74 (płasko r/r), i jest to jedna z najniższych ofert w Europie (wyższa jedynie niż ceny w Pradze i Budapeszcie). Średnie ceny w 2015 r., według Hotel Solutions, odnotują spadek w konsekwencji rozwoju oraz wzmożonej konkurencji na rynkach takich jak Gdańsk, Wrocław czy Poznań. Jednakże na większych rynkach, w Krakowie i Warszawie, możemy oczekiwać dalszej stabilizacji stawek.

Tabela 24. Średnie ceny za pokój w największych polskich miastach w 2Q2014.

Miasto	Średnia cena za pokój w II kw. 2014	Zmiana w stosunku do II kw. 2013
Bydgoszcz	55,88 €	0,71%
Gdańsk	66,61 €	0,00%
Katowice	59,28 €	0,81%
Kraków	66,85 €	3,75%
Łódź	53,09 €	-3,82%
Poznań	58,84 €	-5,73%
Torun	51,82 €	1,12%
Warszawa	72,72 €	-4,87%
Wrocław	62,57 €	-0,35%

Źródło: HRS

Według danych Proift System w 2013 r. w Polsce działało 11 firm hotelowych, 54 systemów franczyzowych oraz 50 franczyzobiorców. Największymi międzynarodowymi sieciami działającymi w Polsce są: Orbis/Accor (11,600 pokoi), Best Western (1,987 pokoi), LHG (1,903 pokoi). Natomiast do największych polskich sieci należą: Gołębiewski (2,351 pokoi), Gromada (ok. 2000 pokoi), Satoria Group (ok. 1,500 pokoi).

Tabela 25. Największe wybrane polskie sieci hotelowe*.

Sieć	Liczba pokoi	Liczba hoteli	Średnio pokoi w hotelu
Gołębiewski	2351	4	588
Gromada	2000	16	125
Satoria Group	1500	6	250
Qubus	1462	14	104
WAM	1255	17	74
Interferie	1133	9	126
Elbest Hotels	800	11	73
Trip	793	4	198
Diamant	700	9	78
DeSilva	692	6	115
Zdrojowa Invest	600	6	100
Focus	535	6	89
Syrena	532	3	177
Grupa Anders	479	5	96
Likus	449	6	75
Hotel 500	443	4	111
HP Park	374	3	125
Hotele Centrum	373	3	124
Quality System	338	4	85
Dobry Hotel	311	7	44
Europejski Fundusz Hipoteczny	268	3	89
Comfort Express	145	4	36
Donimirski	128	6	21

Źródło: Źródło: Świat Hoteli, Raport 2014: Rynek Hotelarski w Polsce; * Stan na 1 sierpnia 2014

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 WYCEŃ 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 wyгоды 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 znajdującymi 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 JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor 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 WYCEŃ/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 2 rekomendacje kupuj, 4 rekomendacje Akumuluj, 9 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendacji 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 59% (włączając raporty wydane w ramach usług 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 powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor 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 wysoko subiektywne, a analiza wysoco 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 uważać 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 księgowa
BV – wartość księgowa
EV – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
EBITDA – zysk operacyjny + amortyzacja
EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja
EBIT – zysk operacyjny
NOPAT – teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF – wolne przepływy pieniężne
ROE – zwrot na kapitale własnym
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