

3/2016/SP (32) 4 marca, 2016

Analitik: Maciej Wewiórski

Sektor: Deweloperzy komercyjni

# Tower Investments

## Profil spółki

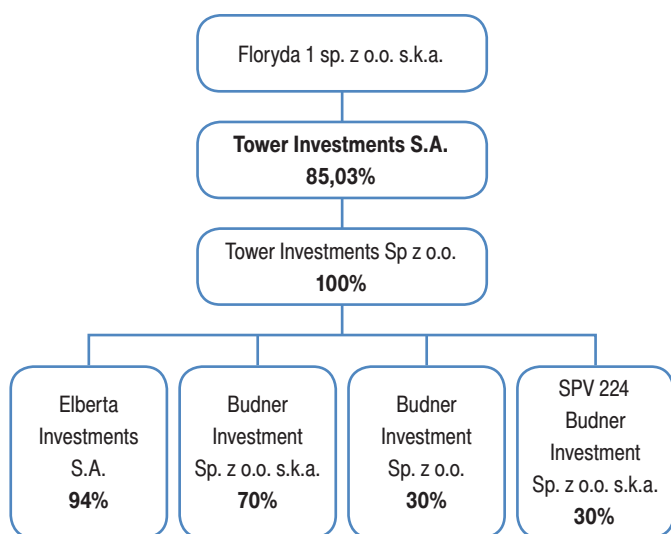
Tower Investments jest specjalistyczną spółką deweloperską. Spółka obsługuje największe sieci handlowe pod kątem wyboru lokalizacji, nabycia nieruchomości, pozyskania zezwoleń administracyjnych oraz realizacji obiektów „pod klucz”.

Klientami spółki są szybko rozwijające się renomowane sieci handlowe takie jak Netto, Biedronka, Aldi, Brico Marche, koncerny paliwowe m.in. Schell czy BP. Wysoka jakość usług świadczona przez Tower Investments powinna, naszym zdaniem, skutkować pozyskiwaniem licznych nowych kontraktów.

Tower Investments jest obecnie jedyną spółką deweloperską na polskim rynku zarządzaną przez menedżera, który przepracował ponad 10 lat w jednej z największych polskich sieci spożywczych. Zdobyta tam wiedza jest bezcenna na rynku deweloperskim, czyli tym, który dostarcza projekty dla sieci handlowych.

Zarząd Tower Investments prognozuje w 2017 roku wzrost zysku na jedną akcję, pomimo rozwodnienia kapitału akcyjnego. W naszej ocenie scenariusz taki wydaje się realistyczny przy założeniu braku opóźnień w realizacji pozyskanych kontraktów.

## Struktura kapitałowa Grupy



## Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków

### Katalizatory

1. Wzrost PKB i siły nabywczej Polaków
2. Spadek stóp procentowych
3. Kontynuacja ekspansji sieci handlowych
4. Dalszy spadek stóp kapitalizacji
5. Wzrost stawek wynajmu powierzchni handlowych

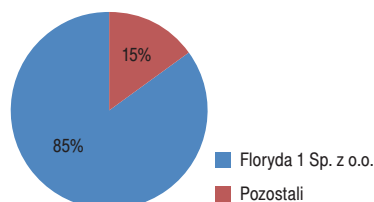
### Czynniki ryzyka

1. Ograniczenie ekspansji dużych sieci handlowych
2. Presja na stawki najmu powierzchni komercyjnych
3. Wzrost stóp kapitalizacji
4. Trudności w znalezieniu nabywców na parki handlowe
5. Ryzyko jakości pracy podwykonawców
6. Ryzyko wad prawnych nieruchomości lub niekorzystnych warunków gruntowych

## Struktura akcjonariatu

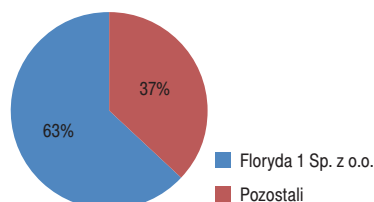
Założycielem i największym akcjonariuszem spółki Tower Investments jest Bartosz Kazimierczuk, który w sposób pośredni (poprzez spółkę *Floryda 1*) kontroluje 85% udziału w kapitale zakładowym Tower Investments. Przy założeniu emisji 289,500 nowych akcji, pan Kazimierczuk będzie kontrolował 63% kapitału i głosów Spółki.

Wykres 1. Tower Investments; Struktura akcjonariatu przed ofertą (w głosach i w kapitale akcyjnym)



Źródło: Spółka

Wykres 2. Tower Investments; Struktura akcjonariatu po emisji (w głosach i w kapitale akcyjnym)



Źródło: Spółka

## Historia Spółki

Tower Investments powstała w 2005 r. Poniżej przedstawiamy najważniejsze wydarzenia w historii Spółki.

*Tabela 1. Tower Investments; Kamienie milowe w historii spółki*

Rok	Wydarzenie
2005	Zawiązanie Tower Investments Sp z o.o.
2005-2012	Realizacja ponad 30 projektów doradczych branży developerskiej
2012	Rozpoczęcie współpracy z Grupą Budner; stworzenie marki SHOPIN
2012-2015	Realizacja 5 projektów developerskich, 3 parków handlowych, 6 projektów serwisu developerskiego
2015-2016	Zawarcie 2 kontraktów deweloperskich, 3 parki handlowe w przygotowaniu, 5 projektów serwisu deweloperskiego, jeden kontrakt fiducjarny

*Źródło: Spółka*

## Cele emisji

Spółka zakłada pozyskanie w ofercie środków finansowych w wysokości co najmniej 10 mln zł netto. Środki te Spółka planuje przeznaczyć na następujące cele:

- ▲ 2 mln zł jako wkład własny Spółki w zakup lokalu usługowego w Warszawie w dzielnicy Mokotów z przeznaczeniem na sklep spożywczy Biedronka. Zawarcie umowy przedwstępnej nabycia nieruchomości jest planowane na przełom kwietnia i maja 2016 r. Łączna cena zakupu wyniesie 7 mln zł, brakująca kwota zostanie sfinansowana kredytem bankowym, wniosek o udzielenie kredytu zostanie złożony po zawarciu umowy przedwstępnej. Najemcą zakupionego lokalu będzie Biedronka. Ostateczna transakcja nabycia lokalu zostanie zrealizowana po zawarciu umowy najmu. Sprzedaż wynajętego lokalu jest planowana po upływie ok. 6 miesięcy.
- ▲ 1,5 mln zł jako wkład własny Spółki w zakup działki o powierzchni 4 030 mkw. w Warszawie przy ulicy Woronicza. Zawarcie umowy przedwstępnej nabycia nieruchomości jest planowane niezwłocznie po pozyskaniu środków z emisji. Łączna cena zakupu wynosi 12 mln zł. Brakująca kwota zostanie sfinansowana ze środków własnych Spółki (1,5 mln zł) oraz kredytu bankowego (9 mln zł). Wniosek o udzielenie kredytu zostanie złożony po zawarciu umowy przedwstępnej. Ostateczna umowa nabycia nieruchomości zostanie zawarta po uzyskaniu pozwolenia na budowę, co w ocenie Spółki nastąpi wiosną 2017 r. Na zakupionej działce Spółka planuje realizację budynku mieszkaniowo-usługowego w innowacyjnej formule łączącej obie te funkcje w jakości niespotykanej dotychczas na rynku polskim. Powierzchnia usługowa i handlowa ma wynieść 4 tys. mkw., a powierzchnia użytkowa mieszkań 8 tys. mkw. Realizacja budynku zostanie sfinansowana ze środków z emisji obligacji lub kredytu bankowego. Nabycie gruntu będzie uzależnione od wcześniejszego wynajęcia lub zbycia całej powierzchni handlowej.
- ▲ 6,5 mln zł zostanie przeznaczone na zaliczki związane z zawarciem przedwstępnych umów nabycia ok. dziesięciu lokalizacji dla marketów (Biedronka, Stokrotka, Intermarche,

Kaufland), stacji paliw (Shell, BP) oraz restauracji fast food (Burger King, Max), a także prace projektowe związane z planowanymi na tych działkach inwestycjami. Po pozyskaniu środków z emisji umowy (włącznie z umowami sprzedaży ostatecznym nabywcom) będą zawierane sukcesywnie, co w ocenie Spółki będzie miało miejsce w okresie kwiecień-wrzesień 2016 r. Lokalizacje znajdują się w Warszawie, Zielonej Górze, Żyrardowie, Bytomiu, Wrocławiu, Rykach, Czeladzi. Osiem z ww. lokalizacji zostało już skonsultowanych z potencjalnymi nabywcami i uzyskało ich wstępną akceptację, pozostałe 2 zostały wytypowane przez Spółkę na podstawie dotychczasowego doświadczenia.

## Model biznesowy

Model biznesowy Spółki jest oparty na trzech mocnych filarach, mianowicie: realizacji projektów deweloperskich, parków handlowych i serwisie deweloperskim.

### Realizacja projektów

Realizacja projektu odbywa się najczęściej dla sieciowych operatorów branży handlowej. Sieć daje zlecenie na znalezienie optymalnej lokalizacji spełniającej określone kryteria. Tutaj z pomocą przychodzi know-how zatrudnionych w Tower Investments, którzy dysponują wiedzą w zakresie analizy catchment area, siły nabywczej mieszkańców, rozwiązań komunikacyjnych czy planów konkurencji. Tower Investments ma za zadanie znaleźć odpowiednią lokalizację, pozyskać ją, zdobyć niezbędne pozwolenia administracyjne wraz z pozwoleniem na budowę, a następnie odsprzedać grunt wraz z dokumentacją operatorowi sieciowemu za wcześniej uzgodnioną cenę. Znajomość procedur administracyjnych, doświadczenie w postępowaniach urzędowych, skuteczność i szybkość w uzyskiwaniu pozwoleń na budowę powoduje, iż sieci handlowe chętnie korzystają z usług Spółki.

Wynagrodzenie Spółki stanowi różnica pomiędzy ceną zakupu a ceną sprzedaży gruntu. Ryzyko, iż Spółka zostanie z gruntem bez pozwolenia na budowę, który ciężko będzie odsprzedać nawet za cenę zakupu, jest minimalne, ponieważ Spółka płaci zaliczkę za grunt (najczęściej 10% wartości umowy kupna), warunkując dojście ostatecznej umowy do skutku po uzyskaniu prawomocnego pozwolenia na budowę. Niezwłocznie po nabyciu prawa do całości gruntu Tower Investment odsprzedać grunt operatorowi sieciowemu, co oznacza, iż kapitał nie jest zamrażany na długi okres. Przewaga Tower Investment nad sprzedającym jest znaczna, gdyż wiedza na temat potencjalnych obrotów możliwych do uzyskania przez operatora sieciowego w tym miejscu pozwala z dużą dozą prawdopodobieństwa ustalić maksymalną cenę, jaką dany operator będzie w stanie zaoferować.

### Parki handlowe

Drugi filar biznesowy stanowi realizacja parków handlowych.

W 2012 r. grupa Tower Investments wraz z grupą Budner wprowadziły na rynek projekt parków handlowych Shopin zlokalizowanych w centrum albo przy głównych drogach w mniejszych miejscowościach (powyżej 30 tys. mieszkańców).

Koncepcja zakłada realizację „szytych na miarę” obiektów handlowo-usługowych dopasowanych do lokalizacji i warunków w danym mieście, z własnymi miejscami parkingowymi. Zakładana powierzchnia użytkowa parków to od 1 do 5 tys. mkw. Struktura najemców w poszczególnych lokalizacjach jest zależna przede wszystkim od wielkości obiektu oraz danej miejscowości, jednak zawsze jest wśród nich partner spożywczy, co ma gwarantować ciągły ruch klientów. W ocenie Spółki w Polsce jest miejsce na ok. 70 parków handlowych Shopin.

Dotychczas zrealizowano dwa własne parki handlowe Shopin – w Łodzi Nowosolnej i Garwolinie. Głównymi najemcami zostały sklep spożywczy sieci Netto oraz drogeria Rossmann. Park w Garwolinie po wynajęciu powierzchni (skomercjalizowaniu) został sprzedany inwestorowi finansowemu. Docelowo planowane jest uruchomienie funduszu inwestycyjnego zamkniętego dostępnego dla szerokiego grona inwestorów i sprzedaż do niego zrealizowanych i skomercjalizowanych parków.

**Tabela 2.** Tower Investments; Model finansowy parku handlowego

	<b>Projekt sfinansowany 100% kapitałem własnym</b>	<b>Projekt sfinansowany w 40% kapitałem własnym i w 60% długiem</b>
Kapitał własny	100	40
Dług	0	60
Kapitał zainwestowany	100	100
Czynsz (netto)	10	10
Zwrot na kapitale zainwestowanym	10.00%	10.00%
Stopa kapitalizacji przy sprzedaży do inwestora finansowego	8.00%	8.00%
Wartość po ukończeniu i skomercjalizowaniu	125	125
Zysk	25	25
ROA	25%	63%
<b>ROE</b>	<b>25%</b>	<b>63%</b>

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

### Serwis deweloperski

W związku z posiadanym doświadczeniem i wiedzą o każdym etapie realizacji inwestycji deweloperskiej Spółka świadczy również usługi polegające na realizacji dla klienta poszczególnych elementów procesu inwestycyjnego, usługi doradcze oraz usługi zastępstwa inwestycyjnego.

Obecnie Spółka jest w trakcie realizacji następujących projektów w ramach świadczenia serwisu deweloperskiego:

- ▲ Warszawa, ul. Wał Miedzeszyński – budowa obiektu dla Netto, realizowana przez Budner Investment;
- ▲ Łomianki, ul. Warszawska – budowa obiektu dla Netto, realizowana przez Budner Investment;
- ▲ Warszawa, ul. Skarbka z Gór – budowa obiektu Aldik Nova, realizowana przez Budner Investment;

- ▲ Tower Investments realizuje kontrakt powierniczego nabycia gruntów, zgodnie z którym na zlecenie Unibail Rodamco jest nabywane szereg działek o łącznej wartości dochodzącej do 80 mln zł, wynagrodzenie Spółki wynosi 3% wartości skupionych gruntów.

### Strategia

Strategia rozwoju Emitenta na najbliższe lata zakłada:

- ▲ wzrost liczby realizowanych projektów deweloperskich, współpracą z nowymi sieciami;
- ▲ ograniczenie działalności polegającej na realizacji obiektów;
- ▲ podwyższenie kryteriów doboru operatorów do obiektów na wynajem prowadzące do wzrostu wartości sprzedażowej obiektów;
- ▲ stworzenie optymalnego modelu dla inwestycji mieszkaniowo-usługowych, maksymalizacją funkcjonalności i marży deweloperskiej;
- ▲ stworzenie funduszu dla wynajętych lokali i parków handlowych, emisją certyfikatów inwestycyjnych dla szerokiego grona inwestorów.

### Rynek

Rynek, na którym działa Spółka, znajduje się w fazie wzrostu.

W 2005 roku nowoczesne formy handlu odpowiadały za 43% wartości sprzedaży artykułów spożywczych, podczas gdy w 2014 roku – już za 77%. Tylko w latach 2012-2014 w sieciach detalicznych przybyło blisko 1,5 tys. sklepów w średnich i dużych formatach (dyskonty, supermarkety i hipermarkety) oraz 6,7 tys. sklepów w małych formatach (sklepy spożywcze, convenience, małe supermarkety typu proximity). Z punktu widzenia preferencji konsumentów w Polsce wiodącym formatem sklepu w ostatnich latach okazały się dyskonty. Dynamiczny rozwój sieci oraz konsekwentne umacnianie pozycji wspierane przez skuteczną strategię asortymentową i marketingową (zbliżającą format dyskontu do supermarketu) sprawiły, że w 2014 roku dyskonty odpowiadały już za 28% całości sprzedaży sklepów spożywczych, przy liczbie punktów sprzedaży na poziomie 3,6 tys. Choć plany ekspansji pozwalają się spodziewać wolniejszego niż dotychczas tempa nowych otwarć, ankietowani członkowie zarządów sieci nie mają wątpliwości, że format dyskontowy będzie zwiększał udział w rynku detalicznym jeszcze przynajmniej przez 2 najbliższe lata.

Sieci handlowe i usługowe, przede wszystkim sieci dyskontowe, w ostatnich latach stale zwiększają liczbę posiadanych obiektów, aczkolwiek w ostatnim okresie można zaobserwować spadek tempa przyrostu. Jeszcze w 2014 r. sieci przedstawiały bardzo optymistyczne prognozy mówiące o 400 nowych placówkach. Ostatecznie uruchomionych zostało mniej niż 300 sklepów, a w 2015 r. liczba otwarć spadła prawdopodobnie poniżej 150. Oznacza to, że sieci dyskontowe nie osiągnęły jeszcze poziomu

4 tys. placówek, co było pierwotnie planowane na 2014 r. (źródło: portal *dlahandlu.pl*).

Biedronka w 2015 roku planowała otworzyć 100 placówek. Uruchomiła 102, ale zamknęła 22, co dało sieci przyrost rzędu 80 placówek. Ostatecznie na koniec 2015 roku sieć liczyła 2 667 sklepów. W 2014 roku sieci udało się uruchomić 209 sklepów, a w samym IV kwartale 60 placówek. Dla porównania w IV kw. 2015 roku Biedronce przybyło jedynie 8 lokali. Sieć ma 24% udziału w rynku.

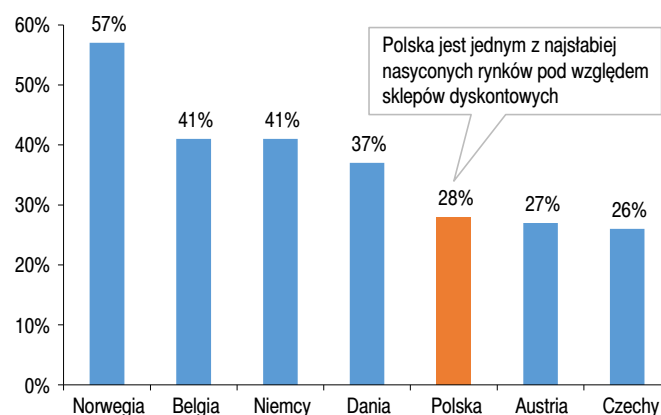
Lidl zakładał w 2015 uruchomienie ponad 30 sklepów w Polsce, podobnie jak w poprzednim roku. Z dotychczas opublikowanych komunikatów wynika, że nowych sklepów powstało 31. W sumie do sieci Lidl należy blisko 580 placówek w Polsce. Lidl razem z Kauflandem (Grupa Schwarz) ma 8% udziałów w rynku.

Sieć Netto w 2015 planowała uruchomienie ok. 20 sklepów i tyle uruchomiła. Obecnie do sieci należą 354 sklepy. Jeszcze w 2014 roku sieć zakładała, że będzie otwierać rocznie 40-50 placówek. Na 2016 rok firma także planuje uruchomienie 20 placówek, głównie w największych miastach w Polsce.

Sieć Aldi, która nie zdradza swoich planów inwestycyjnych, w 2015 roku powiększyła się o 12 placówek i ma 106 sklepy (94 na koniec 2014 r.). Sieć rozwija się w tempie kilkunastu otwarć w roku.

Pomimo zmniejszenia się w ostatnim okresie liczby nowych otwarć, sieci dyskontowe w Polsce stale rosną. Proces ten powinien być kontynuowany w ciągu najbliższych kilku lat. Jednym z czynników rozwoju sieci dyskontowych jest stosunkowo niewielkie nasycenie rynku polskiego na tle innych krajów.

**Wykres 3.** Udział sklepów dyskontowych w rynku spożywczym w 2013 r.



Źródło: Nielsen

Źródłem rozwoju sieci jest również ograniczona liczba atrakcyjnych lokalizacji w korzystnych cenach. Powoduje ona rywalizację sieci o te lokalizacje, co przyspiesza uruchamianie kolejnych obiektów. Jest to jednak również czynnik ograniczający możliwość dalszej ekspansji w przyszłości.

**Prognozy zarządu**

Zarząd Tower Investments prognozuje w 2016 r. zysk netto Spółki w kwocie 7 mln zł, a w 2017 roku 13 mln zł przy dojściu do skutku emisji akcji i 9 mln zł bez emisji. Zwracamy uwagę, że mimo rozwodnienia kapitału już w 2017 roku zysk netto na akcję ma być wyższy w ujęciu rok-do-roku. Oceniamy, iż największe ryzyko dla prognoz zarządu stanowią ewentualne opóźnienia w realizacji kontraktów.

## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopa dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Skorygowana marża odsetkowa netto** – Marża odsetkowa netto, w której wynik netto z odsetek został skorygowany o wynik z wyceny punktów SWAP.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Sprzed odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji i pozostałych kosztów operacyjnych do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „poniżej standardu”, „wątpliwe”, lub „stracone”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami celowymi.

**Rezerwy celowe** – Rezerwy utworzone przez bank na pokrycie ryzyka związanego z działalnością kredytową.

**Rezerwa na ryzyko ogólne** – Rezerwa, jaką mogą tworzyć banki na pokrycie ryzyk nie objętych rezerwami celowymi.

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanyymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.