

- Obniżamy prognozę zysku netto o 5% w 2015p oraz podwyższamy o 15% w 2016p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/BV na poziomie 0.89x oraz P/E w wysokości 8.8x w 2015p

Odbudowywany bank ziemi

W 2Q15 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 150m (+4% r/r) oraz zysk netto w wysokości PLN 5.8m (-39% r/r). Zwracamy uwagę przede wszystkim na wysoką marżę operacyjną segmentu motoryzacyjnego (9.0% w 1H15 vs. 7.4% w całym 2014r.). Pozytywny wpływ na wyniki kolejnych lat powinno mieć również zwiększanie banku ziemi pod nowe projekty mieszkaniowe oraz zawarcie umowy współpracy z Panattoni. Obniżamy prognozę zysku netto o 5% do PLN 33.0m w 2015p (ze względu na oczekiwaną niższą liczbę przekazania oraz niższą sprzedaż aut JLR) oraz podwyższamy o 15% do PLN 46.4m w 2016p (efekt realizacji projektu Panattoni Park Warsaw). Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Rozwój segmentu deweloperskiego dzięki budowaniu banku ziemi... Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swojej ofercie 473 mieszkania. W 2Q-3Q15 spółka sfinalizowała transakcję zakupu gruntu na Białolecie (w pobliżu Kanału Żerańskiego) na ponad 900 mieszkań oraz zawarła umowy przedwstępne na 14,000mkw. PUM na Bielanach oraz 4,500mkw. PUM na Bemowie (łącznie ok. 340 mieszkań). Pozwoli to naszym zdaniem na przedsprzedaż w wysokości 567 mieszkań w 2015p oraz 620 w 2016p.

...oraz nawiązaniu współpracy z Panattoni. W lipcu 2015r. spółka poinformowała o nawiązaniu współpracy z Panattoni dotyczącej realizacji dwóch budynków magazynowo-logistycznych w okolicy węzła Konotopa o łącznej powierzchni 45tys. mkw. Szacujemy całkowite nakłady inwestycyjne na realizację projektu na ok. PLN 100m. Przy założeniu sprzedaży projektu w 4Q16 oczekujemy zysku dla Marvipolu na poziomie PLN 10m.

Obniżamy prognozę zysku netto o 5% w 2015p oraz podwyższamy o 15% w 2016p. Ze względu na niższą liczbę przekazania mieszkań obniżamy naszą prognozę zysku netto w 2015p o 5% do PLN 33.0m. Z kolei w 2016p oczekujemy pozytywnego wpływu na wyniki realizacji projektu z Panattoni (prognozujemy zysk ze sprzedaży na poziomie PLN 10m). W rezultacie podwyższamy prognozę zysku netto o 15% do PLN 46.4m w 2016p.

Planowane zakończenie procesu wydzielenia segmentu motoryzacyjnego we wrześniu 2016r. Zgodnie z ostatnimi informacjami spółka planuje wydzielenie działalności deweloperskiej do firmy M Automotive Holding S.A. oraz zmianę nazwy firmy M Automotive Holding S.A. na Marvipol S.A. i Marvipol S.A. na M Automotive Holding S.A. Spółka oczekuje, że cały proces podziału grupy powinien zostać zakończony we wrześniu 2016r.

Wycena. Pozostawiamy cenę docelową Marvipolu na poziomie PLN 10.5/akcję. W przypadku segmentu deweloperskiego zwracamy uwagę na transakcje zakupu gruntów oraz realizację projektu magazynowo-logistycznego z Panattoni. Z kolei w działalności motoryzacyjnej wskazujemy na wysoką rentowność operacyjną segmentu. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2015p P/BV na 0.89x oraz na 2015p P/E na 8.8x.

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

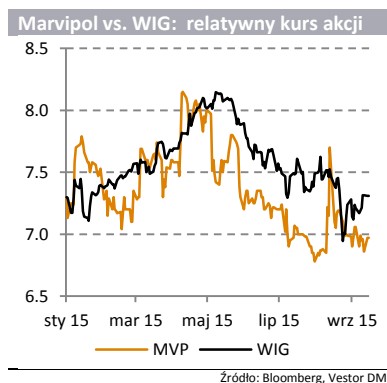
	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody (PLNm)	378.0	506.0	761.2	646.7	696.4	703.4
EBITDA (PLNm)	39.8	40.0	79.8	56.9	72.0	62.8
EBIT (PLNm)	36.5	36.5	76.8	53.5	67.9	58.7
Zysk netto (PLNm)	17.7	13.6	48.4	33.0	46.4	40.7
P/E (x)	14.5	21.2	6.0	8.8	6.2	7.1
EV/EBITDA (x)	16.5	15.2	6.1	7.3	5.1	4.9
P/BV (x)	1.18	1.17	0.99	0.89	0.78	0.70

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	7.0
Potencjał wzrostu/spadku	51%
Min (52T)	6.4
Max (52T)	8.4
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	289.6
Dług netto (2Q15, PLNm)	88.1
EV (PLNm)	377.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.12

Akcjonariat	%
Książek Holding	70.7
Mariusz Książek	5.0
Pioneer Pekao IM	6.9
PZU TFI	5.2
Pozostali	12.3

Opis spółki
Marvipol prowadzi działalność w czterech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka posiada w ofercie sześć projektów mieszkaniowych, w tym kluczowy projekt Central Park Ursynów), sprzedaż samochodów (wyłącznie przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin), myjnię (sieć Robo Wash) oraz segment najmu (biurowiec Prosta Tower w Warszawie).



Marek Szymański

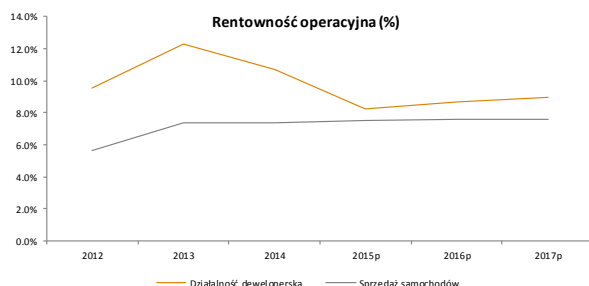
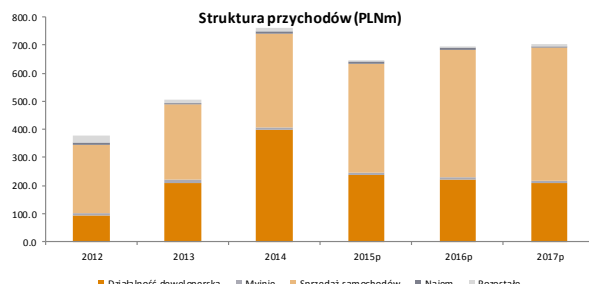
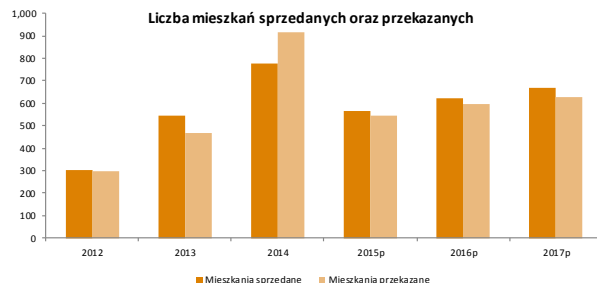
Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Marvipol

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	378.0	506.0	761.2	646.7	696.4	703.4
Działalność deweloperska	94.2	210.5	398.5	237.5	222.2	209.5
Myjnie	9.4	9.7	9.7	8.6	8.9	9.2
Sprzedaż samochodów	243.5	268.2	332.5	386.5	452.2	472.6
Najem	7.3	5.9	7.5	7.6	6.6	5.6
Pozostałe	23.6	11.7	13.0	6.5	6.5	6.5
Usługi obce	94.4	198.0	355.4	216.0	206.1	198.3
Wartość sprzedanych towarów i usług	203.1	220.3	273.9	318.4	372.6	389.3
Pozostałe koszty operacyjne netto	44.1	51.2	55.1	58.7	49.7	57.1
EBITDA	39.8	40.0	79.8	56.9	72.0	62.8
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
EBIT	36.5	36.5	76.8	53.5	67.9	58.7
Działalność deweloperska	9.0	25.8	42.5	19.5	19.2	18.8
Myjnie	0.8	0.4	2.2	1.2	1.2	1.3
Sprzedaż samochodów	13.7	19.7	27.5	29.0	34.4	35.9
Najem	-0.3	-0.7	4.3	3.8	3.3	2.8
Pozostałe	13.4	-8.6	-0.2	0.0	9.9	0.0
Koszty finansowe netto	14.1	15.5	17.5	12.8	10.7	8.5
Zysk przed opodatkowaniem	22.4	21.0	59.3	40.7	57.2	50.3
Podatek dochodowy	4.7	7.4	10.8	7.7	10.9	9.6
Zysk netto	17.7	13.6	48.4	33.0	46.4	40.7
Dynamiki wzrostu (%)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	0%	34%	50%	-15%	8%	1%
Wzrost EBIT (%)	-48%	0%	110%	-30%	27%	-14%
Wzrost zysku netto (%)	-64%	-23%	255%	-32%	41%	-12%
Bilans (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Aktywa trwałe	180.0	156.3	152.5	189.8	177.7	178.0
Rzeczowe aktywa trwałe	57.0	59.5	56.9	64.9	77.0	77.0
Wartości niematerialne i prawne	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	83.8	76.9	76.1	100.9	76.1	76.1
Inne aktywa trwałe	38.2	19.0	18.7	23.1	23.8	24.0
Aktywa obrotowe	681.9	827.0	679.8	678.2	676.6	660.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7	158.1
Należności	30.1	72.4	67.0	51.7	54.5	54.5
Zapasy	645.9	715.3	522.7	469.2	448.0	440.1
Inne aktywa obrotowe	2.3	5.6	6.5	6.4	7.3	7.6
Aktywa razem	861.9	983.2	832.3	868.0	854.2	838.3
Kapitały własne	217.4	247.8	292.9	325.9	372.3	413.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	297.8	322.0	225.7	314.0	279.9	205.6
Dług długoterminowy	271.6	284.2	187.7	273.8	239.7	165.4
Inne zobowiązania długoterminowe	26.2	37.8	38.0	40.2	40.2	40.2
Zobowiązania krótkoterminowe	346.8	413.5	313.7	228.1	202.1	219.8
Dług krótkoterminowy	131.1	68.7	92.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania handlowe	89.3	168.8	134.9	119.5	130.9	133.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	176.0	86.8	107.5	70.1	85.5
Zobowiązania i kapitały własne	861.9	983.2	832.3	868.0	854.2	838.3
Przepływy pieniężne (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przepływy z działalności operacyjnej	-42.8	79.3	148.4	108.4	41.2	69.7
Zysk netto	17.7	13.6	47.9	33.0	46.4	40.7
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-62.3	55.2	80.7	71.0	-7.6	25.5
zmiana stanu zapasów	-150.3	-43.2	202.0	53.5	21.2	7.8
zmiana stanu należności	3.3	-30.5	5.4	15.4	-2.9	0.0
zmiana stanu zobowiązań	84.6	128.9	-126.7	2.2	-26.0	17.7
Inne zmiany niepieniężne	-1.5	7.0	16.9	1.0	-1.6	-0.5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2.9	15.0	-0.1	-36.4	8.8	-4.1
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-2.9	-2.1	-4.0	-11.5	-16.1	-4.1
Inne przepływy inwestycyjne	-0.1	17.0	3.9	-24.9	24.9	0.0
Przepływy z działalności finansowej	34.2	-64.2	-98.4	-4.8	-34.1	-74.3
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	183.2	13.6	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	67.1	-50.1	-76.6	-4.8	-34.1	-74.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-32.9	-197.3	-35.4	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	15.1	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.5	30.1	50.0	67.2	15.8	-8.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7	158.1
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług brutto	402.7	352.9	279.7	274.9	240.7	166.5
Dług netto	399.2	319.2	196.1	124.0	74.0	8.4
Dług netto/EBITDA (x)	10.0	8.0	2.5	2.2	1.0	0.1
Dług netto/aktywa (x)	0.46	0.32	0.24	0.14	0.09	0.01
Dług netto/kapitały własne (x)	1.84	1.29	0.67	0.38	0.20	0.02
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	1.2	1.1	3.5	4.2	6.3	6.9
Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	14.5	21.2	6.0	8.8	6.2	7.1
EV/EBITDA (x)	16.5	15.2	6.1	7.3	5.1	4.7
P/BV (x)	1.18	1.17	0.99	0.89	0.78	0.70
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dane spółki	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba akcji (mln)	36.9	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	0.48	0.33	1.17	0.79	1.12	0.98
Wartość księgowa na akcję (PLN)	5.9	6.0	7.0	7.8	9.0	9.9
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Główne założenia	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Mieszkania sprzedane	302	545	776	567	620	670
Mieszkania przekazane	296	470	918	542	596	625
Liczba sprzedanych aut	967	968	1,118	1,286	1,672	1,839
Marża operacyjna (%)	9.7%	7.2%	10.1%	8.3%	9.8%	8.3%
Działalność deweloperska	9.5%	12.2%	10.7%	8.2%	8.6%	9.0%
Myjnie	8.2%	3.7%	22.8%	14.0%	14.0%	14.0%
Sprzedaż samochodów	5.6%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.6%
Najem	-4.7%	-12.5%	57.6%	50.0%	50.0%	50.0%
Marża netto (%)	4.7%	2.7%	6.4%	5.1%	6.7%	5.8%



Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko wzrostu cen gruntów, (2) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (3) Ryzyko związane z działalnością w nowym segmencie nieruchomości logistycznych, (4) Ryzyko związane z pozyskiwaniem finansowania na realizację projektów, (5) Ryzyko utraty umowy z JLR

Analiza DuPont	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża zysku netto	4.7%	2.7%	6.4%	5.1%	6.7%	5.8%
Wskaźnik rotacji majątku	0.44	0.51	0.91	0.75	0.82	0.84
Dźwignia finansowa	3.96	3.97	2.84	2.66	2.29	2.03
ROE	8.2%	5.5%	16.5%	10.1%	12.5%	9.9%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podsumowanie inwestycyjne

Budowanie potencjału segmentu mieszkaniowego dzięki zakupom gruntów. Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swojej ofercie 473 mieszkania, z czego 148 zlokalizowane było w zakończonych projektach. Przy przedsprzedaży na poziomie 262 mieszkania w 1H15, oczekujemy wzrostu tempa sprzedaży w 2H15 przede wszystkim dzięki planowanemu wprowadzeniu do oferty kolejnego etapu projektu Central Park Ursynów. Jednocześnie zwracamy uwagę na budowanie przez spółkę potencjału do zwiększania sprzedaży mieszkań w kolejnych kwartałach. W 1H15 spółka dokonała zakupu gruntu na Białolecie w okolicy Kanału Żerańskiego, na którym planuje realizację ponad 900 mieszkań w czterech etapach. Dodatkowo spółka zawarła przedwstępne umowy zakupu dwóch działek na Bielaniech (łącznie 14,000mkw PUM) oraz jednego na Bemowie (4,500mkw. PUM). W oparciu o posiadane oraz potencjalne grunty prognozujemy przedsprzedaż 567 mieszkań w 2015p oraz wzrost do 620 w 2016p (poprzednio odpowiednio 597 oraz 621).

Oczekujemy poprawy wyników segmentu mieszkaniowego w 2H15. W 1H15 spółka przekazała 127 mieszkań (22% naszej całorocznej prognozy). Oczekujemy, że kluczowy dla wyników segmentu będzie 4Q15, kiedy spółka planuje zakończenie realizacji pierwszego etapu projektu CPU (385 mieszkań sprzedanych z 471 na koniec 2Q15). Prognozujemy, że sprzedaż notarialna osiągnie poziom 542 mieszkania w 2015p oraz 596 w 2016p (planowane zakończenie realizacji drugiego etapu CPU na 439 mieszkań).

Realizacja projektu magazynowo-logistycznego we współpracy z Panattoni. W lipcu 2015r. spółka poinformowała o nawiązaniu współpracy z Panattoni dotyczącej realizacji projektu magazynowo-logistycznego w okolicy węzła Konotopa. W ramach wspólnego przedsięwzięcia spółki planują realizację oraz komercjalizację dwóch budynków o łącznej powierzchni 45tys. mkw. Prognozujemy całkowite nakłady na realizację projektu na poziomie ok. PLN 100m. Przy założeniu sprzedaży projektu w 4Q16 oczekujemy zysku dla Marvipolu na poziomie PLN 10m.

Korzystne perspektywy segmentu motoryzacyjnego. W pierwszym półroczu 2015r. spółka sprzedała 656 samochodów JLR, z czego 121 stanowiły samochody marki Jaguar oraz 535 auta marki Land Rover. Oczekujemy lekkiego spadku sprzedaży aut Land Rover w drugim półroczu (efekt wycofania z oferty Defendera), z kolei w przypadku sprzedaży aut Jaguar pozytywny wpływ powinna mieć premiera modelu Jaguar XE, która miała miejsce w kwietniu. W rezultacie oczekujemy sprzedaży 1,286 aut w 2015p (vs. 1,332 poprzednio) oraz 1,672 w 2016p (vs. 1,732 poprzednio). Dodatkowo zwracamy uwagę na rozwój usług posprzedażowych (szacujemy na poziomie ok. 20% przychodów ze sprzedaży aut) oraz wzrost sieci sprzedażowej aut (rozwój sieci salonów z 10 na koniec 2014r. do 12 na koniec 2Q15 oraz planowane otwarcie kolejnego salonu w Warszawie w 2016r.).

Obniżamy prognozę zysku netto o 5% w 2015p oraz podwyższamy o 15% w 2016p. W 2015p oczekujemy niższej liczby przekazania mieszkań (zmiana prognozy o 8%). Z kolei w przypadku segmentu motoryzacyjnego pomimo niższej sprzedaży aut (obniżenie prognozy o 3%) wskazujemy na wyższe przychody z usług posprzedażowych (PLN 64m vs. PLN 45m poprzednio). Obniżamy prognozę zysku netto w 2015p o 5% do PLN 33.0m. Z kolei w 2016p oczekujemy pozytywnego wpływu na wynik wyższej liczby przekazania (podwyższenie prognozy o 5% do 596 mieszkań) oraz realizacji inwestycji Panattoni Park Warsaw (zysk z inwestycji na poziomie ok. PLN 10m)

Spadek długu netto dzięki sprzedaży zakończonych mieszkań. Na koniec 2Q15 spółka posiadała dług netto na poziomie PLN 88m (vs. PLN 196m na koniec 4Q14 oraz PLN 254m na koniec 2Q14), co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.29x.

Uważamy, że wysoka pozycja środków pieniężnych pozwoli spółce na zakup gruntów oraz realizację kolejnych inwestycji mieszkaniowych.

Planowane zakończenie procesu wydzielenia segmentu motoryzacyjnego we wrześniu

2016r. Grupa Marvipol obecnie w trakcie procesu podziału grupy Marvipol na dwie spółki notowane na GPW: deweloperską (pod nazwą Marvipol S.A.) oraz motoryzacyjną (pod nazwą M Automotive Holding S.A.). Celem planowanego podziału jest uzyskanie wiarygodnych rynkowych wycen obu działalności oraz zwiększenie przejrzystości grupy Marvipol dla akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów. Zgodnie z ostatnimi informacjami spółka planuje wydzielenie działalności deweloperskiej do firmy M Automotive Holding S.A. oraz zmianę nazwy firmy M Automotive Holding S.A. na Marvipol S.A. oraz zmianę nazwy firmy Marvipol S.A. na M Automotive Holding S.A. Spółka oczekuje, że cały proces podziału grupy powinien zostać zakończony we wrześniu 2016r.

Wycena. Po aktualizacji naszych prognoz finansowych, określamy wartość godziwą segmentu deweloperskiego na poziomie PLN 169m (PLN 4.1/akcję) oraz segmentu motoryzacyjnego na PLN 180m (PLN 4.3/akcję). Pozostawiamy cenę docelową Marvipolu na poziomie PLN 10.5/akcję. W przypadku segmentu deweloperskiego zwracamy uwagę transakcje zakupu gruntów oraz realizację projektu magazynowo-logistycznego z Panattoni. Z kolei w działalności motoryzacyjnej wskazujemy na wysoką rentowność operacyjną segmentu. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2015p P/BV na 0.89x oraz na mnożniku 2015p P/E na 8.8x.

Wycena

Szacujemy wartość Marvipolu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Wartość segmentu najmu oraz segmentu myjni ustalamy w oparciu o ich wartość księgową. Pozostawiamy cenę docelową Marvipolu na poziomie PLN 10.5/akcję.

Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	291
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	199
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	85
+ Wartość bieżąca segmentu myjni (EV, PLNm)	6
- Dług netto (na koniec 4Q14, PLNm)	196
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	386
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.3
12M cena docelowa (PLN)	10.5
Cena rynkowa (PLN)	6.97
Potencjał wzrostu/spadku (%)	51%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu mieszkaniowego

Wyceniamy segment mieszkaniowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą. Szacujemy wartość segmentu (EV) na poziomie PLN 291m.

Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego

Metoda DCF (PLNm)	324
Metoda porównawcza (PLNm)	258
Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	291

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Marvipol: Wycena DCF segmentu mieszkaniowego (PLNm)

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Przychody	237.5	222.2	209.5	229.6	260.7
Znorm. EBITDA	20.3	20.0	19.6	22.2	27.1
Znorm. EBIT	19.5	19.2	18.8	21.3	26.2
Podatek od EBIT	-3.7	-3.6	-3.6	-4.1	-5.0
NOPAT	15.8	15.5	15.2	17.3	21.2
Amortyzacja	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Zmiany w kapitale obrotowym	70.7	12.0	27.9	8.0	76.7
Capex	-25.7	24.1	-0.8	-0.9	-0.9
Wolne przepływy finansowe	61.6	52.4	43.0	25.3	97.9
Czynnik dyskontowy (%)	97%	88%	80%	73%	66%
Wartość bieżąca FCF	59.9	46.3	34.6	18.5	64.9
Wartość bieżąca FCF 2015-2019p	182				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	142				
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	324				

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego

	2015-2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.1	1.5
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	13.0%	10.6%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.9%	7.3%
% D	48.6%	21.4%
% E	51.4%	78.6%
WACC	10.0%	9.9%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 6. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

		WACC 2015-19p (%)				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	321	316	311	306	302
	-0.5%	327	322	317	313	308
	0.0%	334	329	324	319	314
	0.5%	342	337	332	327	322
	1.0%	351	346	340	335	330

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2015p	2016p	2017p
Dom Development Sa	46.0	1,139	1.30	1.29	1.28
Lc Corp Sa	1.9	859	0.64	0.60	0.55
Robyg Sa	2.5	650	1.42	1.34	1.31
Ronson Europe Nv	1.3	340	0.73	0.70	0.66
Vantage	2.6	165	0.49	0.46	0.44
JHM	1.6	112	0.37	0.36	0.35
Mediana			0.69	0.65	0.61
Marvipol (segment mieszkaniowy)	7.0	289.2	1.10	1.03	0.99
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			305	251	218
Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)	258				

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu samochodowego

Wyceniamy segment samochodowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą (przyjmując 50% dyskonto do spółek porównywalnych, ze względu na mniejszą skalę oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu). Wyceniamy wartość segmentu (EV) na PLN 199m.

Tabela 8. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego

Metoda DCF (PLNm)	256
Metoda porównawcza (PLNm)	142
Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	199

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 9. Marvipol: Wycena DCF segmentu samochodowego (PLNm)

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	383.8	449.1	469.3	492.8	514.6	523.9	529.2	534.5	539.8	545.2
Znorm. EBITDA	32.6	38.6	40.3	42.2	44.1	44.8	47.5	47.9	48.4	48.9
Znorm. EBIT	31.7	37.4	39.1	41.1	42.9	43.7	46.3	46.8	47.2	47.7
Podatek od EBIT	-6.0	-7.1	-7.4	-7.8	-8.1	-8.3	-8.8	-8.9	-9.0	-9.1
NOPAT	25.7	30.3	31.7	33.3	34.7	35.4	37.5	37.9	38.3	38.6
Amortyzacja	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Zmiany w kapitale obrotowym	0.4	-19.6	-2.4	-2.2	-2.7	-4.8	-5.7	-6.0	-6.4	-6.7
Capex	-9.0	-13.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Wolne przepływy finansowe	18.0	-1.4	29.2	31.0	32.0	30.5	31.7	31.8	31.8	31.9
Czynnik dyskontowy (%)	97%	87%	78%	69%	62%	56%	50%	45%	40%	36%
Wartość bieżąca FCF	17.4	-1.2	22.7	21.5	19.9	17.0	15.8	14.2	12.7	11.4
Wartość bieżąca FCF 2015-2024p	139									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	118									
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	256									

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 10. Marvipol: WACC segmentu samochodowego

	2015-24p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.3	1.7
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	13.7%	11.7%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.9%	7.3%
% D	29.2%	1.3%
% E	70.8%	98.7%
WACC	11.7%	11.7%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 11. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

		WACC 2015-24p (%)				
		10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	274	260	248	236	226
	-0.5%	279	265	252	240	229
	0.0%	286	271	257	244	233
	0.5%	293	277	262	249	237
	1.0%	300	283	268	254	241

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)			
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Carmax Inc	61.2	47,298	23.5	20.0	17.8	20.0	18.9	17.9
Autonation Inc	60.3	25,407	14.5	13.0	11.7	8.8	8.1	8.1
Inchcape Plc	733.5	18,594	14.5	13.2	12.4	8.2	7.5	7.0
Penske Automotive Group Inc	51.3	17,174	13.4	12.2	11.0	8.8	8.0	7.1
Asbury Automotive Group	82.7	8,187	14.7	13.1	11.6	8.9	8.2	7.6
Group 1 Automotive Inc	83.7	7,506	11.7	10.6	9.7	7.9	7.3	6.7
D'leteren Sa/Nv	36.1	8,385	12.6	12.7	11.1	7.4	7.0	6.4
Lithia Motors Inc-Cl A	112.1	10,961	16.6	14.6	13.5	9.8	8.8	8.2
Sonic Automotive Inc-Class A	21.6	4,080	11.3	10.2	9.4	6.4	5.8	5.3
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	12.0	3,274	8.8	8.7	8.0	7.9	7.7	7.5
Lookers Plc	180.2	4,077	12.4	11.3	10.9	8.3	7.3	6.9
Bilia Ab-A Shs	166.0	3,772	15.1	14.3	13.7	6.9	7.4	7.2
Pendragon Plc	45.0	3,785	12.9	11.8	11.3	5.5	5.0	4.7
Mediana			13.4	12.7	11.3	8.2	7.5	7.1
Marvipol (segment samochodowy)	7.0	289	13.5	11.2	10.7	9.8	8.5	7.4
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			294	340	291	247	268	262
Dyskonto do wyceny	50%							
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	142							

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu najmu

Wyceniamy segmentu najmu w oparciu o wartość projektu Prosta Tower, dla którego zakładamy NOI na poziomie PLN 6.0m oraz stopę kapitalizacji w wysokości 7%.

Tabela 13. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena DII (PLNm)	Aktualne zadłużenie (PLNm)	Potencjalna gotówka netto (PLNm)
Prosta Tower	6,084	6.0	7.0%	85.4	54.7	30.7

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Omówienie wyników za 2Q15

W 2Q15 spółka zaraportowała przychody ze sprzedaży na poziomie PLN 149.8m (+4% r/r). Przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 35.3m, co spowodowane było rozpoznaniem w wynikach przekazania 55 mieszkań (głównie w projekcie Art Eco, 26 przekazania). Marża brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego w tym okresie wyniosła 17.4%, w porównaniu do 27% wygenerowanych rok wcześniej. Wpływ na niższą rentowność miał przede wszystkim projekt Art Eco, którego rentowność brutto ze sprzedaży kształtuje się na poziomie 16.1%. Z kolei na poziomie zysku operacyjnego segment mieszkaniowy zaraportował stratę PLN 2.3m (vs. zysk operacyjny PLN 0.9m w 2Q14).

W 2Q15 sprzedaż samochodów JLR do sieci dilerkiej osiągnęła poziom 312 sztuk (-7% r/r), co pozwoliło na wygenerowanie przychodu w wysokości PLN 108.3m (+5% r/r). Rentowność operacyjna segmentu w 2Q15 osiągnęła poziom 9.9%, w porównaniu do 12.1% w 2Q14, jednak spadek rentowności związany był m.in. ze zmianą sposobu księgowania premii posprzedażowych.

Przychody w segmencie najmu wyniosły PLN 1.5m (-17% r/r), ze względu na renegocjacje umów najmu oraz związane z tym koszty fit-outu i wakacje czynszowe. W rezultacie również rentowność segmentu uległa pogorszeniu do 47.0% w 2Q15 z 61.2% w 2Q14.

Zysk operacyjny wyniósł PLN 9.5m (-41% r/r). Gorszy wynik operacyjny r/r spowodowany był przede wszystkim niższą rentownością segmentu mieszkaniowego. Marża operacyjna w omawianym okresie wyniosła 6% w porównaniu do 11% rok wcześniej.

Dzięki systematycznemu obniżaniu poziomu zadłużenia (dług netto w wysokości PLN 88m na koniec 2Q15, w porównaniu do PLN 254m na koniec 2Q14), jak również restrukturyzacji zadłużenia (obniżenie kosztów finansowania), koszty finansowe netto zmalały do PLN 2.8m w 2Q15 z PLN 4.3m w 2Q14. Na poziomie zysku netto spółka zaraportowała PLN 5.8m, w porównaniu do PLN 9.5m w 2Q14. W 2Q15 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 20m (vs. PLN 39m w 2Q14).

Tabela 14. Marvipol: Wyniki za 2Q15 (PLNm)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	r/r, %
Przedsprzedaż mieszkań	257	123	155	243	137	125	2%
Przekazania mieszkań	238	58	444	178	72	55	-5%
Sprzedaż samochodów	287	334	239	258	344	312	-7%
Przychody	190.3	144.2	261.8	164.9	161.8	149.8	4%
Segment mieszkaniowy	104.9	32.4	172.8	88.5	43.0	35.3	9%
Segment samochodowy	77.6	103.4	81.4	70.2	112.6	108.3	5%
Najem	1.7	1.8	2.0	1.9	1.9	1.5	-17%
Myjnie	2.9	2.4	2.1	2.3	2.7	2.7	11%
Pozostałe	3.2	4.2	3.6	2.0	1.6	2.1	-51%
Usługi obce	86.2	30.8	155.0	83.3	41.0	41.1	33%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	62.8	83.3	67.4	60.3	97.1	87.1	4%
Pozostałe koszty operacyjne	13.0	13.9	12.3	16.3	12.1	12.1	-13%
EBITDA	29.0	16.6	27.9	5.8	12.4	10.3	-38%
EBIT	28.2	16.1	27.1	5.0	11.6	9.5	-41%
Segment mieszkaniowy	18.9	0.9	20.0	2.6	1.0	-2.3	-344%
Segment samochodowy	7.7	12.5	5.6	1.8	9.1	10.7	-15%
Najem	1.1	1.1	1.4	0.7	0.6	0.7	-36%
Myjnie	0.6	1.5	0.0	0.2	0.7	0.4	-72%
Koszty finansowe netto	5.0	4.3	5.1	3.1	4.2	2.8	-35%
Zysk przed opodatkowaniem	23.2	11.8	21.9	1.8	7.4	6.8	-43%
Podatek dochodowy	3.5	2.3	4.2	0.8	2.2	1.0	-57%
Zysk netto	19.7	9.5	17.7	1.1	5.2	5.8	-39%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Ostatnie wydarzenia

Zakupy gruntów pod realizację projektów mieszkaniowych

W maju spółka podpisała przedwstępną umowę nabycia prawa użytkowania wieczystego gruntu o powierzchni 3.64ha oraz własności gruntowej o powierzchni 1.63ha w warszawskiej Białołęce w pobliżu Kanału Żerańskiego za PLN 25m (koszt gruntu na poziomie. Finalna umowa została zawarta w lipcu. Na wyżej wymienionej nieruchomości spółka planuje realizację 45tys. mkw PUM w ponad 900 mieszkaniach. Oczekujemy, że pierwszy etap projektu (5 budynków z około 190 mieszkaniami o łącznej powierzchni 9tys. mkw PUM) zostanie wprowadzony do sprzedaży w pierwszym kwartale 2016r. oraz przekazany do użytku w 3Q17.

Dodatkowo w 1H15 spółka zawarła dwie umowy przedwstępne na zakup działek zlokalizowanych w dzielnicy Bielany o łącznym potencjale budowy ok. 14tys. mkw PUM (ok. 240 mieszkań) oraz przedwstępną umowę na zakup działki w dzielnicy Bemowo pozwalającą na realizację 4.5tys. mkw PUM (ok. 100 mieszkań). W naszych prognozach zakładamy finalizację powyższych umów oraz rozpoczęcie sprzedaży inwestycji na Bemowie w 3Q15 oraz projektów na Bielaniech w 3Q17 oraz 1Q18. W celu sfinansowania zakupu gruntów pod projekty mieszkaniowe, Marvipol w sierpniu wyemitował PLN 60m obligacji niezabezpieczonych.

Umowa współpracy z Panattoni

W lipcu 2015r. spółka Marvipol poinformowała o zawarciu umowy współpracy z Grupą Panattoni dotyczącą realizacji obiektu magazynowo-logistycznego w okolicy węzła Konotopa. W ramach projektu planowana jest realizacja oraz komercjalizacja projektu Panattoni Park Warsaw, w skład którego wchodzić będą dwa budynki o powierzchniach najmu 26tys. mkw oraz 19tys. mkw. Jednocześnie w lipcu spółka celowa Industrial Center 37 sp. z o.o. (w 68% kontrolowana przez Marvipol oraz w 32% przez Panattoni) nabyła za PLN 25m grunty o łącznej powierzchni 95tys. mkw.

Spółka planuje realizację pierwszego etapu w okresie 4Q15-2Q16 oraz drugiego etapu w 2Q16-4Q17. Po stronie Marvipolu należy nabycie gruntów oraz załatwienie kwestii formalno-prawnych. Z kolei do Panattoni należy realizacja projektu, jak również komercjalizacja oraz jego sprzedaż. Obecnie Marvipol zakłada finalizację inwestycji (tj. jej sprzedaż) w 4Q16.

Oczekiwany koszt realizacji projektu to ok. PLN 100m (w tym koszt gruntu na poziomie PLN 25m), które w ok. 75% zostaną sfinansowane kredytem bankowym. Przy założeniu średniej miesięcznej stawki czynszu na poziomie EUR 3.5/mkw. oraz stopie kapitalizacji w wysokości 7%, oczekujemy wartości projektu na poziomie ok PLN 114m. Pozwoli to naszym zdaniem na wygenerowanie zysku ze sprzedaży na poziomie ok. PLN 10m.

Proces spin-offu

Grupa Marvipol jest obecnie w trakcie procesu podziału grupy Marvipol na dwie spółki, które będą notowane na GPW: deweloperską (pod nazwą Marvipol S.A.) oraz motoryzacyjną (pod nazwą M Automotive Holding S.A.). Celem planowanego podziału jest uzyskanie wiarygodnych rynkowych wycen obu działalności oraz zwiększenie przejrzystości grupy Marvipol dla akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów. Zgodnie z ostatnimi informacjami spółka planuje wydzielenie działalności deweloperskiej do firmy M Automotive Holding S.A. oraz zmianę nazwy firmy M Automotive Holding S.A. na Marvipol S.A. oraz zmianę nazwy firmy Marvipol S.A. na M Automotive Holding S.A. Spółka oczekuje, że cały proces podziału grupy powinien zostać zakończony we wrześniu 2016r.

Umowa z JLR

Istotna dla procesu wydzielenia segmentu motoryzacyjnego z grupy Marvipol jest również możliwość przedłużenia umowy współpracy z JLR. Marvipol obecnie jest wyłącznym importerem aut marki Jaguar Land Rover. Obecna umowa współpracy obowiązuje do 31 maja 2016r. Spółka oczekuje przedłużenia umowy współpracy w grudniu 2015r., co zakładamy w naszych prognozach.

Zmiana prognoz finansowych

W oparciu o wyniki Marvipolu za 1H15 oraz o ostatnie wydarzenia w spółce dokonujemy następujących zmian w naszych prognozach:

- **Obniżamy prognozę przedsprzedaży oraz sprzedaży notarialnej na 2015p.** Na koniec 2Q15 oferta mieszkaniowa dewelopera obejmowała 473 mieszkania, w tym 148 w inwestycjach zakończonych. W okresie styczeń-sierpień przedsprzedaż wyniosła 357 mieszkań. Pozytywny wpływ na przedsprzedaż w kolejnych miesiącach 2015r. powinno mieć wprowadzenie do oferty kolejnego etapu projektu CPU. W oparciu o zaraportowane dane oczekujemy przedsprzedaży na poziomie 567 mieszkań w 2015p (obniżenie prognozy z 597). Uważamy, że finalizacja transakcji zakupu gruntów na Białolecie przy Kanale Żerańskim oraz zawarcie przedwstępnych umów zakupu gruntów na Bemowie oraz Bielaniech urealnia naszą prognozę przedsprzedaży mieszkań na poziomie 620 w 2016p oraz 670 w 2017p (bez większych zmian w porównaniu do poprzednich prognoz). Jednocześnie obniżamy prognozę przekazania w 2015p do 542 mieszkań (vs. 589 poprzednio) oraz podwyższamy do 596 w 2016p (vs. 567 poprzednio). Prognozujemy przychody segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 238m w 2015p oraz PLN 222m w 2016p (zmiana odpowiednio o -6% oraz +5%).
- **Podwyższamy prognozę przychodów segmentu motoryzacyjnego o 2% w latach 2015-16p.** W pierwszym półroczu sprzedaż aut JLR wyniosła 656 (+6% r/r), z czego 121 stanowiły samochody marki Jaguar, a 535 auta Land Rover. W kolejnych dwóch miesiącach sprzedaż wyniosła 92 oraz 67 aut. Oczekujemy, że wsparciem dla sprzedaży w 2H15 będzie między innymi premiera modelu Jaguar XE, którego premiera na rynku polskim miała miejsce w kwietniu 2015r. Nieznacznie obniżamy prognozę sprzedaży aut do 1,286 aut w 2015p oraz 1,672 w 2016p (zmiana prognoz o -3%). Wskutek wyższych przychodów z usług posprzedażowych podwyższamy prognozę przychodów segmentu o 2% do PLN 387m w 2015p oraz o 2% do PLN 452m w 2016p.
- **Nieznacznie obniżamy prognozę przychodów do PLN 647m w 2015p oraz podwyższamy do PLN 696m w 2016p (zmiana odpowiednio o -1% oraz +3%).** W naszych prognozach pozostawiamy prognozę wyników segmentu najmu oraz segmentu myjni bez zmian. Ze względu na niższą liczbę przekazania mieszkań, obniżamy prognozę przychodów Marvipolu do PLN 647m w 2015p oraz podwyższamy do PLN 696m w 2016p (podwyższenie prognoz przychodów z usług posprzedażowych segmentu motoryzacyjnego).
- **Poprawa rentowności segmentu motoryzacyjnego.** W 1H15 spółka zaraportowała wysoką rentowność segmentu motoryzacyjnego na poziomie 9.0% (vs. 7.4% w całym 2014r.). W skali całego 2015p oczekujemy, że segment ten wygeneruje marżę operacyjną w wysokości 7.5% (vs. 7.7% prognozowane poprzednio). Z kolei w przypadku segmentu mieszkaniowego zwracamy uwagę na przekazania głównie ostatnich mieszkań w zakończonych projektach, które charakteryzują się niższą marżą. W rezultacie obniżamy oczekiwaną rentowność segmentu mieszkaniowego z 8.5% do 8.2% w 2015p oraz z 8.8% do 8.6% w 2016p.
- **Podwyższenie prognozy zysku operacyjnego na 2016p ze względu na współpracę z Panattoni.** W lipcu 2015r. spółka zawarła współpracę z Panattoni dotyczącą wspólnej realizacji projektu magazynowo-logistycznego Panattoni Park Warsaw, zlokalizowanego przy węźle Konotopa. Szacujemy, że całkowite koszty realizacji

projektu wyniosą ok. PLN 100m (w latach 2015-16p). Zgodnie z zapowiedziami spółki zakładamy sprzedaż projektu w 4Q16, w wyniku czego Marvipol rozpozna naszym zdaniem zysk ze sprzedaży nieruchomości na poziomie ok. PLN 10m. W oparciu o powyższe założenia podwyższamy prognozę zysku operacyjnego o 19% do PLN 67.9m w 2016p.

- **Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 33.0m w 2015p oraz PLN 46.4m w 2016p (zmiana odpowiednio o -5% oraz +15%).** W związku z realizacją kolejnych inwestycji mieszkaniowych, jak również inwestycją w obiekt magazynowo-logistyczny Panattoni Park Warsaw, podwyższamy prognozę kosztów finansowych netto z PLN 12.7m do PLN 12.8m w 2015p oraz z PLN 7.0m do PLN 10.7m w 2016p. W oparciu o powyższe założenia oczekujemy zysku netto na poziomie PLN 33.0m w 2015p oraz PLN 46.4m w 2016p (zmiana odpowiednio o -5% oraz +15%).

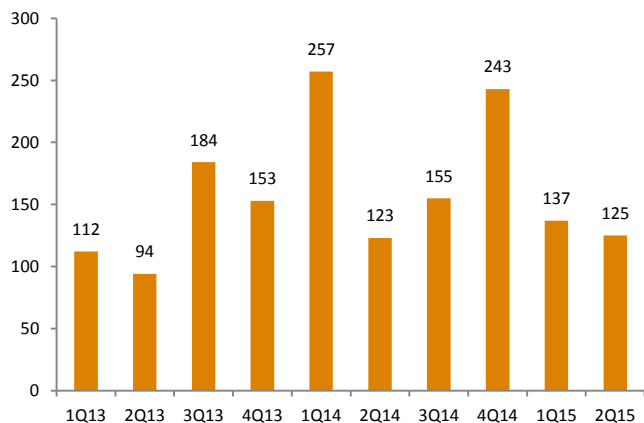
Tabela 15. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Przedsprzedaż	567	597	-5%	620	621	0%	670	660	2%
Przekazania	542	589	-8%	596	567	5%	625	604	3%
Sprzedaż aut	1,286	1,332	-3%	1,672	1,732	-3%	1,839	1,905	-3%
Przychody	646.7	654.0	-1%	696.4	676.3	3%	703.4	702.1	0%
Działalność deweloperska	237.5	252.1	-6%	222.2	211.1	5%	209.5	217.8	-4%
Myjnie	8.6	8.6	0%	8.9	8.9	0%	9.2	9.2	0%
Sprzedaż samochodów	386.5	379.2	2%	452.2	443.2	2%	472.6	463.0	2%
Najem	7.6	7.6	0%	6.6	6.6	0%	5.6	5.6	0%
Pozostałe	6.5	6.5	0%	6.5	6.5	0%	6.5	6.5	0%
EBITDA	56.9	59.3	-4%	72.0	60.9	18%	62.8	63.1	-1%
EBIT	53.5	55.8	-4%	67.9	56.9	19%	58.7	59.1	-1%
Działalność deweloperska	19.5	21.4	-9%	19.2	18.5	4%	18.8	19.5	-4%
Myjnie	1.2	1.2	0%	1.2	1.2	0%	1.3	1.3	0%
Sprzedaż samochodów	29.0	29.4	-1%	34.4	33.8	1%	35.9	35.5	1%
Najem	3.8	3.8	0%	3.3	3.3	0%	2.8	2.8	0%
Pozostałe	0.0	0.0	n.m.	9.9	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Zysk netto	33.0	34.9	-5%	46.4	40.4	15%	40.7	45.1	-10%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

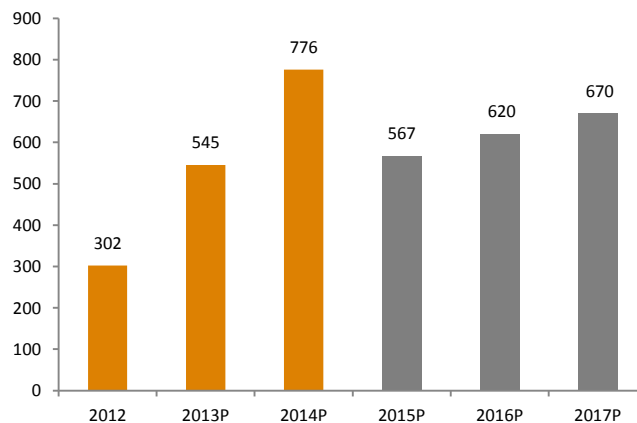
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvipol: Przedsprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



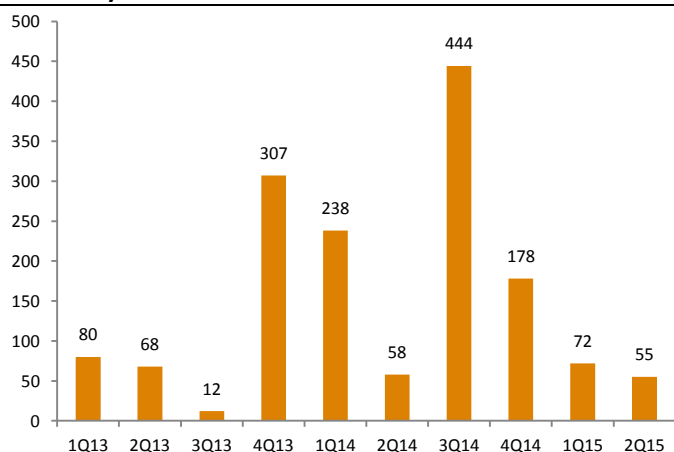
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvipol: Prognoza przedsprzedaży mieszkań



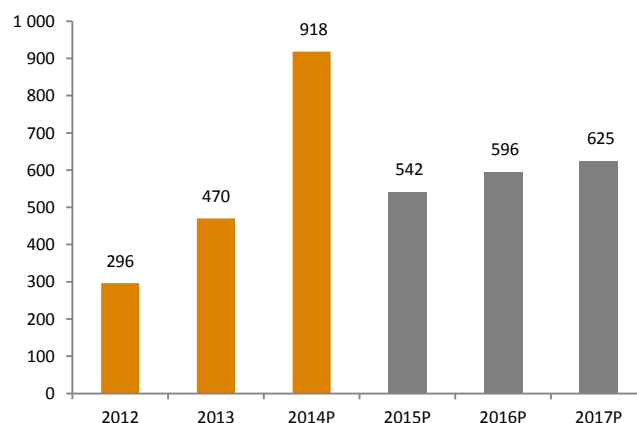
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



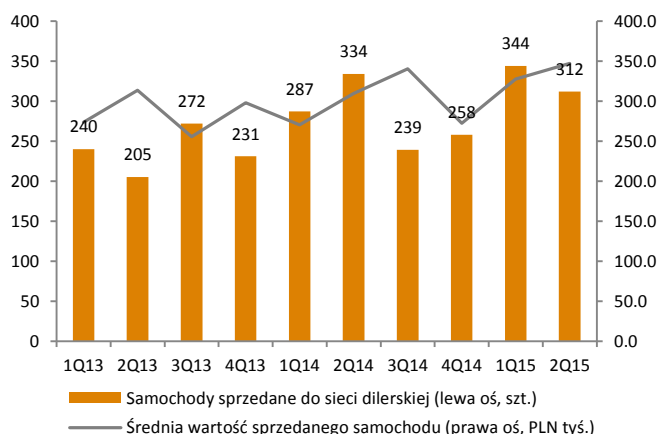
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań



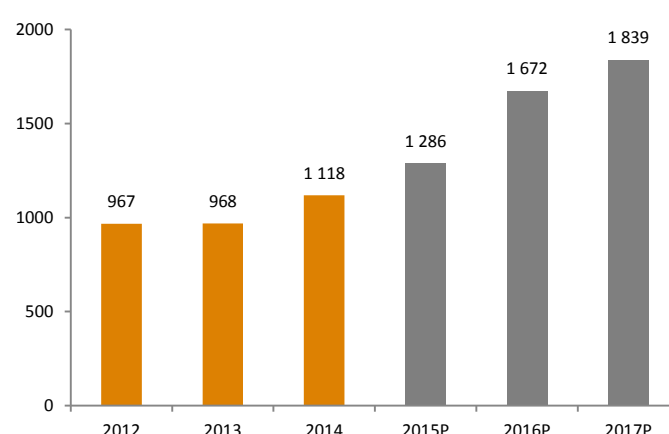
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 5. Marvipol: Sprzedaż samochodów JLR w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 6. Marvipol: Prognoza sprzedaży samochodów JLR



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 16. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	378.0	506.0	761.2	646.7	696.4	703.4
Działalność deweloperska	94.2	210.5	398.5	237.5	222.2	209.5
Myjnie	9.4	9.7	9.7	8.6	8.9	9.2
Sprzedaż samochodów	243.5	268.2	332.5	386.5	452.2	472.6
Najem	7.3	5.9	7.5	7.6	6.6	5.6
Pozostałe	23.6	11.7	13.0	6.5	6.5	6.5
Usługi obce	94.4	198.0	355.4	216.0	206.1	198.3
Wartość sprzedanych towarów i usług	203.1	220.3	273.9	318.4	372.6	389.3
Pozostałe koszty operacyjne	44.1	51.2	55.1	58.7	49.7	57.1
EBITDA	39.8	40.0	79.8	56.9	72.0	62.8
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
EBIT	36.5	36.5	76.8	53.5	67.9	58.7
Działalność deweloperska	9.0	25.8	42.5	19.5	19.2	18.8
Myjnie	0.8	0.4	2.2	1.2	1.2	1.3
Sprzedaż samochodów	13.7	19.7	27.5	29.0	34.4	35.9
Najem	-0.3	-0.7	4.3	3.8	3.3	2.8
Pozostałe	13.4	-8.6	-0.2	0.0	9.9	0.0
Koszty finansowe netto	14.1	15.5	17.5	12.8	10.7	8.5
Zysk przed opodatkowaniem	22.4	21.0	59.3	40.7	57.2	50.3
Podatek dochodowy	4.7	7.4	10.8	7.7	10.9	9.6
Zysk netto	17.7	13.6	48.4	33.0	46.4	40.7
Rentowność operacyjna (%)						
Działalność deweloperska	9.5%	12.2%	10.7%	8.2%	8.6%	9.0%
Myjnie	8.2%	3.7%	22.8%	14.0%	14.0%	14.0%
Sprzedaż samochodów	5.6%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.6%
Najem	-4.7%	-12.5%	57.6%	50.0%	50.0%	50.0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 17. Marvipol: Bilans (PLNm)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Aktywa trwałe	180.0	156.3	152.5	189.8	177.7	178.0
Rzeczowe aktywa trwałe	57.0	59.5	56.9	64.9	77.0	77.0
Wartości niematerialne i prawne	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	83.8	76.9	76.1	100.9	76.1	76.1
Inne aktywa trwałe	38.2	19.0	18.7	23.1	23.8	24.0
Aktywa obrotowe	681.9	827.0	679.8	678.2	676.6	660.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7	148.1
Należności	30.1	72.4	67.0	51.7	54.5	54.5
Zapasy	645.9	715.3	522.7	469.2	448.0	450.1
Inne aktywa obrotowe	2.3	5.6	6.5	6.4	7.3	7.6
Aktywa razem	861.9	983.2	832.3	868.0	854.2	838.3
Kapitały własne	217.4	247.8	292.9	325.9	372.3	413.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	297.8	322.0	225.7	314.0	279.9	205.6
Dług długoterminowy	271.6	284.2	187.7	273.8	239.7	165.4
Inne zobowiązania długoterminowe	26.2	37.8	38.0	40.2	40.2	40.2
Zobowiązania krótkoterminowe	346.8	413.5	313.7	228.1	202.1	219.8
Dług krótkoterminowy	131.1	68.7	92.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania handlowe	89.3	168.8	134.9	119.5	130.9	133.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	176.0	86.8	107.5	70.1	85.5
Zobowiązania i kapitały własne	861.9	983.2	832.3	868.0	854.2	838.3
Dług brutto	402.7	352.9	279.7	274.9	240.7	166.5
Dług netto	399.2	319.2	196.1	124.0	74.0	18.4

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 18. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przepływy z działalności operacyjnej	-42.8	79.3	148.4	108.4	41.2	59.7
Zysk netto	17.7	13.6	47.9	33.0	46.4	40.7
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-62.3	55.2	80.7	71.0	-7.6	15.5
zmiana stanu zapasów	-150.3	-43.2	202.0	53.5	21.2	-2.2
zmiana stanu należności	3.3	-30.5	5.4	15.4	-2.9	0.0
zmiana stanu zobowiązań	84.6	128.9	-126.7	2.2	-26.0	17.7
Inne zmiany niepieniężne	-1.5	7.0	16.9	1.0	-1.6	-0.5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2.9	15.0	-0.1	-36.4	8.8	-4.1
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-2.9	-2.1	-4.0	-11.5	-16.1	-4.1
Inne przepływy inwestycyjne	-0.1	17.0	3.9	-24.9	24.9	0.0
Przepływy z działalności finansowej	34.2	-64.2	-98.4	-4.8	-34.1	-74.3
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	183.2	13.6	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	67.1	-50.1	-76.6	-4.8	-34.1	-74.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-32.9	-197.3	-35.4	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	15.1	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.5	30.1	50.0	67.2	15.8	-18.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	3.6	33.7	83.6	150.9	166.7	148.1

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 19. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)

	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż (Jaguar)	168	189	246	319	351
wzrost r/r (%)	-1%	13%	30%	30%	10%
Sprzedaż (Land Rover)	780	929	1,040	1,353	1,488
wzrost r/r (%)	0%	19%	12%	30%	10%
Razem (liczba sztuk)	968	1,118	1,286	1,672	1,839
wzrost r/r (%)		15%	15%	30%	10%
Przychody (PLNm), w tym	268	333	384	449	469
Przychody ze sprzedaży samochodów		293	320	374	391
Przychody z tytułu usług,		40	64	75	78
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów		14%	20%	20%	20%
Średnia cena samochodu (PLN)	277,072	261,789	248,700	223,830	212,638
Zmiana średniej ceny r/r (%)	0%	-6%	-5%	-10%	-5%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Załącznik 2: Portfel projektów mieszkaniowych

Tabela 20. Marvipol: Portfel projektów mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM	Realizacja			Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto
		(mkw.)				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	(%)
Projekty zakończone															
Apartamenty Mokotów Park	430	32,492	2009	-	2013	20	0	0	34	9	0	30.4	5.8	0.0	18%
Bielany Residence	396	24,000	2011	-	2013	22	0	0	29	8	0	15.2	3.8	0.0	28%
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011	-	2014	15	10	10	19	10	10	29.4	15.9	15.2	6%
Osiedle Zielona Italia	889	54,823	2010	-	2013	47	13	0	42	31	0	15.9	10.9	0.0	22%
Art Eco Rezydencja	314	19,800	2012	-	2014	59	22	0	84	28	0	37.3	13.4	0.0	9%
Projekty realizowane															
Central Park IA	471	25,700	2014	-	2015	133	26	0	334	137	0	109.3	44.9	0.0	18%
Central Park IB	439	25,000	2014	-	2016	221	129	0	0	373	66	0.0	127.5	22.5	18%
Projekty planowane															
Central Park IIA	247	13,585	2015	-	2017	50	100	80	0	0	207	0.0	0.0	68.3	18%
Central Park IIB	284	15,620	2016	-	2017	0	90	130	0	0	198	0.0	0.0	65.3	18%
Kanał Żerański I	190	9,000	2016	-	2017	0	80	80	0	0	144	0.0	0.0	38.2	20%
Bemowo	100	4,500	2016	-	2018	0	50	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Central Park III	374	17,924	2016	-	2018	0	100	120	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Kanał Żerański II	233	11,650	2017	-	2018	0	0	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Nowy projekt	150	8,250	2017	-	2018	0	0	30	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Bielany I	100	5,000	2017	-	2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Central Park IV	405	20,682	2017	-	2019	0	0	70	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Razem						567	620	670	542	596	625	237.5	222.2	209.5	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

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

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

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

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

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawiane 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.

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

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

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

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

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

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZIDENTOM 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 WPŁYW 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 nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

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

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w tym oferowania instrumentów finansowych dwóch serii, na potrzeby przeprowadzenia których sporządzony został raport kredytowy dotyczący działalności prowadzonej przez Emitenta, we współpracy z nim. Vestor nie wyklucza, że pozyskane wtedy informacje/dane zostały wykorzystane przy sporządzaniu niniejszego dokumentu. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Vestor prowadził ewidencje instrumentów finansowych wyemitowanych uprzednio we współpracy z nim.

VESTOR W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY BYŁ STRONĄ UMÓW O ŚWIADCZENIE USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ZAWARTYCH Z EMITENTEM NA PODSTAWIE KTÓREGO W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA/EMITENTÓW NA PODSTAWIE WSKAZANYCH POWYŻEJ UMÓW O ŚWIADCZENIE USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ORAZ BĘDZIE OTRZYMUYWAŁ W PRZYSZŁOŚCI Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI PROWADZENIA EWIDENCJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH.

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 otrzymywać 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: 1 rekomendacji kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 2 rekomendacji Neutralnie, 0 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 86 % (włączając raporty wydane w ramach usługi Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 16 grudnia 2014 r. inicjacyjny raport analityczny z ceną docelową 10,50PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,10PLN oraz w dniu 12 maja 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,49PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

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

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

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIIONYCH 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 wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość 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