

- Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 49.7m w 2014P oraz PLN 33.2m w 2015P
- P/E na poziomie 5.9x oraz EV/EBITDA na 6.6x w 2014P
- Spółka ogłosiła zamiar wydzielenia z grupy segmentu motoryzacyjnego



Podział spółki mniejszy dyskonto

Planowany podział Marvipolu na spółki deweloperską i motoryzacyjną powinien przyczynić się do zmniejszenia dyskonta pomiędzy obecną kapitalizacją połączonych segmentów, a ich wartością godziwą. Wyceniamy obecną wartość godziwą segmentu deweloperskiego Marvipolu na PLN 203m (PLN 4.9 na akcję) oraz segmentu motoryzacyjnego na PLN 184m (PLN 4.4 na akcję). Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Marvipolu od zalecenia Kupuj z 12-miesięczną ceną docelową PLN 10.5 na akcję. Oczekujemy, że w 2014P Marvipol wygeneruje zysk netto na poziomie PLN 50m (implikujący P/E 5.9x) oraz PLN 33m w 2015P (P/E 8.9x).

Plan wydzielenia segmentu motoryzacyjnego. Dnia 28 listopada 2014r spółka ogłosiła zamiar wydzielenia z grupy Marvipol segmentu motoryzacyjnego oraz docelowego wprowadzenia akcji M Automotive do obrotu na GPW.

Perspektywa rozwoju segmentu motoryzacyjnego... W nadchodzących latach Marvipol planuje dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego, zarówno poprzez wprowadzanie do oferty nowych modeli (w tym wzbogacenie palety oferowanych modeli o niskolitrażowe oraz tańsze auta), jak również rozwój sieci dilerkiej (plan zwiększenia sieci dilerkiej z 10 obiektów w 2014P do 14 w 2016P). Prognozujemy, że spółka sprzeda 1,110 samochodów w 2014P oraz zwiększy sprzedaż do 1,413 w 2015P oraz 1,762 w 2016P.

...przy stabilizacji segmentu mieszkaniowego... Na koniec 3Q14 spółka posiadała w swojej ofercie 532 mieszkania, z czego 357 lokali zlokalizowane było w ukończonych inwestycjach (67% całkowitej oferty dewelopera). Przy założeniu wydatków na grunty na poziomie PLN 30m w 2015P oraz PLN 20m w 2016P, jak również w oparciu o posiadane nieruchomości, prognozujemy przedsprzedaż Marvipolu na lata 2014-16P, odpowiednio na poziomie 740, 619 oraz 624. Jednocześnie oczekujemy sprzedaży notarialnej w wysokości 859, 622 i 614, odpowiednio w latach 2014P, 2015P i 2016P.

...pozwalająca na PLN 50m i PLN 33m zysku netto w 2014-15P. W oparciu o powyższe założenia, prognozujemy przychody spółki na poziomie PLN 719m, PLN 632m oraz PLN 703m, odpowiednio w latach 2014-16P. Jednocześnie oczekujemy utrzymania rentowności operacyjnej na poziomie około 9% po 2014r. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 50m, PLN 33m oraz PLN 45m, kolejno w latach 2014-16P.

Atrakcyjna wycena P/E na poziomie 5.9x na 2014P oraz 8.9x na 2015P. Wyceniamy Marvipol na PLN 10.5/akcję, co implikuje 48% potencjału wzrostu. Jednocześnie mając na uwadze perspektywę rozwoju segmentu motoryzacyjnego zwracamy uwagę na atrakcyjną wycenę spółki na P/E na poziomie 5.9x w 2014P oraz 8.9x w 2015P oraz na P/BV w wysokości 0.99x w 2014P oraz 0.89x w 2015P.

Tabela 1. Marvipol: Wskaźniki wyceny

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody (PLNm)	376.2	378.0	506.0	718.6	631.8	703.2
EBITDA (PLNm)	73.1	39.8	40.0	82.9	60.4	68.0
EBIT (PLNm)	70.1	36.5	36.5	79.9	57.2	64.5
Zysk netto (PLNm)	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
P/E (x)	5.3	14.8	21.6	5.9	8.9	6.5
EV/EBITDA (x)	7.9	16.6	15.3	6.6	7.7	5.5
P/BV (x)	1.38	1.21	1.19	0.99	0.89	0.79

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	7.10
Potencjał wzrostu/spadku	+48%
Min (52T)	4.95
Max (52T)	8.20
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	295.0
Dług netto (PLNm)	253.8
EV (1F, PLNm)	548.8

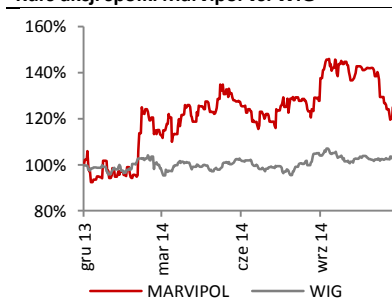
Akcjonariat

	%
Książek Holding	50.0
Mariusz Książek	21.4
Pioneer Pekao IM	6.9
PZU TFI	5.2
Pozostali	16.5

Opis spółki

Marvipol prowadzi działalność w czterech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka posiada w ofercie sześć projektów mieszkaniowych, w tym Central Park Ursynów na ponad 2,300 mieszkań), sprzedaż samochodów (wyłącznie przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin), myjnie (sieć Robo Wash) oraz segment najmu (biurowiec Prosta Tower w Warszawie).

Kurs akcji spółki Marvipol vs. WIG



Źródło: Bloomberg, analizy DI Investors

Marek Szymański

Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@investors.pl

Wszystkie ceny aktualizowane są na koniec dnia 12.12.2014, chyba że jest to inaczej określone.

Marvipol

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	376.2	378.0	506.0	718.6	631.8	703.2
Działalność deweloperska	82.3	94.2	210.5	362.2	251.7	226.5
Myjnie	9.9	9.4	9.7	9.8	10.1	10.5
Sprzedaż samochodów	226.8	243.5	268.2	327.2	356.1	452.4
Najem	0.0	7.3	5.9	7.5	7.8	7.8
Pozostałe	0.0	23.6	11.7	12.0	6.0	6.0
Usługi obce	78.2	94.4	198.0	318.9	226.0	207.4
Wartość sprzedanych towarów i usług	187.1	203.1	220.3	267.3	291.0	369.6
Pozostałe koszty operacyjne	40.7	44.1	51.2	52.5	57.6	61.7
EBITDA	73.1	39.8	40.0	82.9	60.4	68.0
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
EBIT	70.1	36.5	36.5	79.9	57.2	64.5
Działalność deweloperska	49.6	9.0	25.8	42.0	24.7	24.3
Myjnie	0.9	0.8	0.4	2.7	1.5	1.6
Sprzedaż samochodów	8.2	13.7	19.7	30.3	28.5	36.2
Najem	0.0	-0.3	-0.7	4.9	2.3	2.3
Pozostałe	11.4	13.4	-8.6	0.1	0.1	0.1
Koszty finansowe netto	9.5	14.1	15.5	19.6	16.1	8.8
Zysk przed opodatkowaniem	60.6	22.4	21.0	60.4	41.0	55.6
Podatek dochodowy	11.6	4.7	7.4	10.7	7.8	10.6
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Dynamiki wzrostu	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Wzrost przychodów (%)	7%	0%	34%	42%	-12%	11%
Wzrost EBIT (%)	64%	-48%	0%	119%	-28%	13%
Wzrost zysku netto (%)	66%	-64%	-23%	264%	-33%	36%
Bilans (PLNm)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa trwałe	165.0	180.0	156.3	154.9	175.9	182.9
Rzeczowe aktywa trwałe	36.7	57.0	59.5	57.9	78.9	85.9
Wartości niematerialne i prawne	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Nieruchomości inwestycyjne	113.3	83.8	76.9	76.9	76.9	76.9
Inne aktywa trwałe	14.2	38.2	19.0	19.2	19.2	19.2
Aktywa obrotowe	515.9	681.9	827.0	716.3	614.7	532.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2
Należności	35.5	30.1	72.4	59.1	63.6	80.6
Zapasy	460.8	645.9	715.3	554.9	484.9	436.4
Inne aktywa obrotowe	4.6	2.3	5.6	6.3	6.3	6.3
Aktywa razem	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Kapitały własne	190.3	217.4	247.8	297.4	330.7	375.7
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	340.0	297.8	322.0	384.3	266.4	123.1
Dług długoterminowy	313.5	271.6	284.2	346.8	228.9	85.7
Inne zobowiązania długoterminowe	26.5	26.2	37.8	37.5	37.5	37.5
Zobowiązania krótkoterminowe	150.6	346.8	413.5	189.5	193.6	216.6
Dług krótkoterminowy	16.7	131.1	68.7	0.9	0.9	0.9
Zobowiązania handlowe	75.5	89.3	168.8	134.9	137.6	163.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	58.4	126.3	176.0	53.7	55.1	52.5
Zobowiązania i kapitały własne	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Przepływy pieniężne (PLNm)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przepływy z działalności operacyjnej	-147.4	-42.8	79.3	84.6	119.2	110.2
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-181.6	-62.3	55.2	32.6	82.7	61.6
zmiana stanu zapasów	-178.7	-150.3	-43.2	176.1	83.0	55.6
zmiana stanu należności	14.4	3.3	-30.5	13.3	-4.5	-17.0
zmiana stanu zobowiązań	-17.4	84.6	128.9	-156.8	4.1	23.0
Inne zmiany niepieniężne	-17.7	-1.5	7.0	-0.7	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12.3	-2.9	15.0	-1.3	-24.3	-10.6
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-5.8	-2.9	-2.1	-1.3	-24.3	-10.6
Inne przepływy inwestycyjne	-6.4	-0.1	17.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	147.1	34.2	-64.2	-21.0	-130.9	-150.4
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	168.4	67.1	-50.1	-5.2	-117.9	-143.2
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-21.3	-32.9	-34.2	-15.8	-13.0	-7.1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	27.6	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-12.5	-11.5	30.1	62.3	-36.0	-50.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Dług brutto	330.3	402.7	352.9	347.7	229.8	86.6
Dług netto	315.2	399.2	319.2	251.7	169.9	77.3
Dług netto/EBITDA (x)	4.3	10.0	8.0	3.0	2.8	1.1
Dług netto/aktywa (x)	0.46	0.46	0.32	0.29	0.21	0.11
Dług netto/kapitały własne (x)	1.66	1.84	1.29	0.85	0.51	0.21
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.5	1.2	1.1	5.1	4.4	9.1

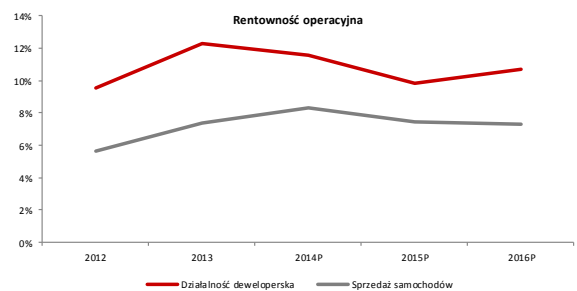
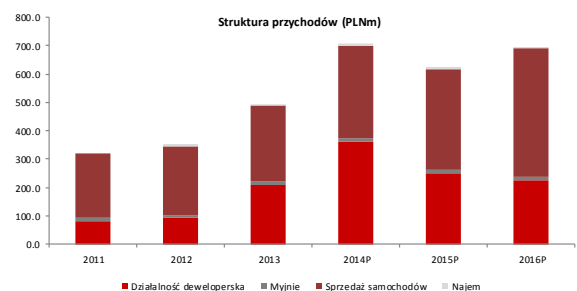
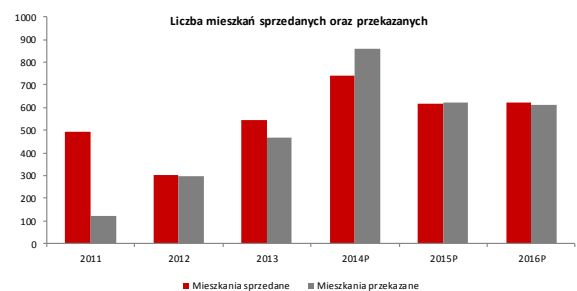
Źródło: Dane spółki, szacunki Dł Investors

Wskaźniki wyceny	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
P/E (x)	5.3	14.8	21.6	5.9	8.9	6.5
EV/EBITDA (x)	7.9	16.6	15.3	6.6	7.7	5.5
P/BV (x)	1.38	1.21	1.19	0.99	0.89	0.79
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Dane spółki	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Liczba akcji (mln)	36.9	36.9	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	1.33	0.48	0.33	1.20	0.80	1.08
Wartość księgowa na akcję (PLN)	5.2	5.9	6.0	7.2	8.0	9.0
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Dane spółki	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Cena akcji (PLN)						7.10
Min (52W, PLN)						4.95
Max (52W, PLN)						8.20
Kapitałizacja (PLN mln)						295.0
EV (PLN mln)						548.8

Główne założenia	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Mieszkania sprzedane	493	302	545	740	619	624
Mieszkania przekazane	121	296	470	859	622	614
Liczba sprzedanych aut	973	967	968	1,110	1,413	1,762
Rentowność operacyjna (%)	19%	10%	7%	11%	9%	9%
Działalność deweloperska	60%	10%	12%	12%	10%	11%
Myjnie	9%	8%	4%	28%	15%	15%
Sprzedaż samochodów	4%	6%	7%	8%	7%	7%
Najem	n.a.	-5%	-13%	65%	30%	30%



Analiza DuPont	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Marża zysku netto	13.0%	4.7%	2.7%	6.9%	5.3%	6.4%
Wskaźnik rotacji majątku	0.55	0.44	0.51	0.82	0.80	0.98
Dźwignia finansowa	3.58	3.96	3.97	2.93	2.39	1.90
ROE	25.8%	8.2%	5.5%	16.7%	10.1%	12.0%

Podsumowanie inwestycyjne

Marvipol – działalność mieszkaniowa oraz sprzedaż samochodów.

Marvipol S.A. jest obecny na rynku mieszkaniowym od 1996r. Od 19 czerwca 2008 spółka notowana jest na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Marvipol prowadzi działalność w czterech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka jest w trakcie realizacji sześciu projektów mieszkaniowych w Warszawie, w tym kluczowej inwestycji Central Park na ponad 2,300 mieszkań), sprzedaż samochodów (wyłączny przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin, Lotus, Caterham), myjnie (sieć Robo Wash) oraz segment najmu (biurowiec Prosta Tower w Warszawie). Dnia 28 listopada 2014 spółka ogłosiła zamiar wydzielienia z grupy Marvipol działu motoryzacyjnego oraz docelowego wprowadzenia akcji spółki M Automotive do obrotu na GPW.

Mocna poprawa r/r wyników w 2014r.

W ciągu pierwszych 9-ciu miesięcy 2014r, spółka wygenerowała przychody na poziomie PLN 596m (+106% r/r) oraz zysk netto w wysokości PLN 46.9m (w porównaniu do PLN 10.6m osiągniętych rok wcześniej). W skali całego roku prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 719m (+42% r/r) oraz zysk netto w wysokości PLN 49.7m (+264% r/r). Zwracamy uwagę, że na tak znaczącą poprawę wyników spółki ma zarówno segment mieszkaniowy (zwiększenie sprzedaży notarialnej o 83% r/r), jak również segment motoryzacyjny (wzrost sprzedaży aut o 15% r/r) przy poprawie rentowności operacyjnej obu segmentów.

Perspektywa rozwoju segmentu motoryzacyjnego...

W nadchodzących latach Marvipol planuje dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego, zarówno poprzez wprowadzanie do oferty nowych modeli (w tym wzbogacenie palety oferowanych modeli o niskolitrażowe oraz tańsze auta), jak również rozwój sieci dilerskiej (plan zwiększenia sieci dilerskiej z 10 obiektów w 2014P do 14 w 2016P). Prognozujemy, że spółka sprzeda 1,110 samochodów w 2014r oraz zwiększy sprzedaż do 1,413 w 2015r oraz 1,762 w 2016r.

...przy stabilizacji segmentu mieszkaniowego.

Na koniec 3Q14 spółka posiadała w swojej ofercie 532 mieszkania, z czego 357 lokali zlokalizowane było z ukończonych inwestycjach (67% całkowitej oferty dewelopera). Po wprowadzeniu do sprzedaży kolejnego etapu projektu CPU w dniu 1 października spółka rozpoczęła 4Q14 z 972 mieszkaniami w ofercie. Zwracamy uwagę, że w celu utrzymania wysokich poziomów przedsprzedaży, spółka musi w najbliższych kwartałach dokonać zakupu gruntów pod nowe inwestycje. Przy założeniu wydatków na grunty na poziomie PLN 30m w 2015r oraz PLN 20m w 2016r, jak również w oparciu o posiadane nieruchomości, prognozujemy przedsprzedaż Marvipolu na lata 2014-16P odpowiednio na poziomie 740, 619 oraz 624. Jednocześnie oczekujemy sprzedaży notarialnej w wysokości 859, 622 i 614, odpowiednio w latach 2014P, 2015P i 2016P.

Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 50m, PLN 33m, PLN 45m w 2014-16P

W oparciu o powyższe założenia, prognozujemy przychody spółki na poziomie PLN 719m, PLN 632m oraz PLN 703m, odpowiednio w latach 2014-16P. Jednocześnie oczekujemy utrzymania rentowności operacyjnej na poziomie około 9% po 2014r. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 50m, PLN 33m oraz PLN 45m, kolejno w latach 2014-16P.

Potencjał do poprawy wskaźników zadłużenia

Dzięki zmniejszaniu stanu zapasów, przy utrzymującej się wysokiej przedsprzedaży mieszkań, prognozujemy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie PLN 85m w 2014r,

PLN 120m w 2015r oraz PLN 110m w 2016r. Mając na uwadze harmonogram spłaty zadłużenia, prognozujemy że spółka w nadchodzących latach zmniejszy zadłużenie netto z PLN 319m na koniec 2013 do PLN 252m na koniec 2014P (dług netto/kapitały własne na poziomie 0.85x) oraz PLN 170m na koniec 2015P (dług netto/kapitały własne w wysokości 0.51x).

Atrakcyjna wycena P/E na poziomie 5.9x na 2014P oraz 8.9x na 2015P

Wyceniamy Marvipol na PLN 10.5/akcję, co implikuje 48% potencjał wzrostu. Jednocześnie mając na uwadze perspektywę rozwoju segmentu motoryzacyjnego zwracamy uwagę na atrakcyjną wycenę spółki na P/E na poziomie 5.9x w 2014P oraz 8.9x w 2015P oraz na P/BV w wysokości 0.99x w 2014P oraz 0.89x w 2015P.

Główne czynniki ryzyka

Do głównych czynników ryzyka dla naszych prognoz należą:

- **Niska dywersyfikacja geograficzna oferty mieszkaniowej.** Spółka na chwilę obecną posiada projekty mieszkaniowe zlokalizowane wyłącznie w Warszawie. W związku z tym wyniki segmentu deweloperskiego są znacząco uzależnione od warunków panujących na tym rynku (średnie ceny mieszkań, rentowność, ceny gruntów oraz generalnego wykonawstwa).
- **Niski bank ziemi.** Na chwilę obecną spółka posiada w swojej ofercie sześć projektów mieszkaniowych. Jednak większość z nich obejmuje projekty już zakończone. W związku z tym istnieje ryzyko znaczącego ograniczenia oferty mieszkaniowej dewelopera.
- **Ryzyko wzrostu cen gruntów oraz opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych.** W związku z wysokim poziomem sprzedaży mieszkań oraz kurczącą się ofertą mieszkaniową, deweloper będzie musiał uzupełnić ofertę o nowe projekty. Zwracamy uwagę, że spółka jest szczególnie zainteresowana gruntami o uregulowanej sytuacji administracyjno-prawnej, tak aby możliwe było rozpoczęcie realizacji projektów już w 2015r. Ewentualne trudności w pozyskaniu atrakcyjnych cenowo działek lub opóźnienia w pozyskaniu koniecznych pozwoleń administracyjnych stanowią ryzyko spadku sprzedaży w nadchodzących latach.
- **Ryzyko związane z pozyskiwaniem nowych środków finansowych.** Ze względu na planowany zakup działek pod nowe projekty mieszkaniowe, jak również realizację bieżących projektów, działalność spółki będzie wymagać finansowania zewnętrznego. Ewentualne trudności w pozyskaniu finansowania, mogłyby doprowadzić do opóźnień w zakupie gruntów lub w realizacji kolejnych projektów oraz do ograniczenia skali działalności spółki.
- **Ryzyko utraty umowy z JLR.** Obecnie spółka jest w trakcie negocjacji przedłużenia umowy współpracy z JLR. Ewentualne niepowodzenie mogłoby spowodować utratę segmentu motoryzacyjnego przez grupę.

Wycena

Przeprowadzamy wycenę Marvipolu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Określamy wartość akcji Marvipolu na PLN 10.5. Z 48% potencjałem wzrostu, wydajemy pierwszą rekomendację **Kupuj**.

Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	374
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	172
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	88
+ Wartość bieżąca segmentu myjni (EV, PLNm)	7
- Dług netto (na koniec 3Q14, PLNm)	254
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	387
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.3
12M cena docelowa (PLN)	10.5
Cena rynkowa (PLN)	7.1
Potencjał wzrostu/spadku (%)	48%

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena segmentu mieszkaniowego

Wyceniamy segment mieszkaniowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą. Szacujemy wartość segmentu (EV) na poziomie PLN 374m.

Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego

Metoda DCF (PLNm)	380
Metoda porównawcza (PLNm)	369
Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	374

Źródło: Szacunki DI Investors

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

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	379.0	251.7	226.5	197.9	188.4
Znormalizowana EBITDA	43.5	25.5	25.1	22.3	23.6
Znormalizowany EBIT	42.7	24.7	24.3	21.5	22.8
Podatek od EBIT (%)	-8.1	-4.7	-4.6	-4.1	-4.3
NOPAT	34.6	20.0	19.7	17.5	18.5
Amortyzacja	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Zmiany w kapitale obrotowym	43.2	85.1	73.0	-6.4	0.2
Wydatki inwestycyjne	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Free cash flow	77.7	105.2	92.6	11.1	18.7
Wartość bieżąca FCF	70.1	85.5	68.0	7.3	11.2
Wartość bieżąca FCF	242				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.1%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	103				
Wartość przedsiębiorstwa	346				
Wartość bieżąca segmentu (EV)	380				

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego

Dług/ (dług+kapitał własny)	0.5
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%
Beta (x)	2.4
Koszt kapitału własnego (%)	14.1%
Koszt długu (%)	8.5%
Koszt długu po podatku (%)	6.9%
WACC (%)	10.9%

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 6. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Średni ważony koszt kapitału (%)					
		9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%
	-0.9%	386	378	369	362	355
	-0.4%	393	383	375	367	359
	0.1%	400	389	380	372	364
	0.6%	407	396	386	377	369
	1.1%	416	404	393	383	374

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 7. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	2014P	P/BV (x) 2015P	2016P
Echo Investment	6.8	2,819	0.9	0.8	0.8
GTC	5.9	2,055	0.9	0.7	0.9
PHN	23.6	1,097	0.6	0.6	0.6
Dom Development	43.9	1,087	1.3	1.2	1.2
LC Corp	1.7	774	0.6	0.6	0.6
Robyg	2.2	579	1.3	1.3	1.2
Capital Park	4.2	440	0.4	0.4	0.4
Ronson	1.5	409	0.9	0.8	0.8
Vantage Development	2.7	170	0.5	0.5	0.5
Mediana			0.9	0.7	0.8
Marvipol (segment mieszkaniowy)	7.1	295	1.3	1.3	1.2
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			472	352	282
Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)	369				

Źródło: Szacunki DI Investors

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 172m.

Tabela 8. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego

Metoda DCF (PLNm)	232
Metoda porównawcza (PLNm)	112
Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	172

Źródło: Szacunki DI Investors

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

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	327.2	353.9	450.1	513.6	555.4	572.9	584.4	596.1	608.0	620.1
Znormalizowana EBITDA	31.3	29.9	38.3	41.8	46.2	47.5	48.4	49.2	50.1	51.1
Znormalizowany EBIT	30.3	28.5	36.2	38.7	41.8	43.1	44.0	44.9	45.8	46.7
Podatek od EBIT	(4.2)	(4.7)	(5.9)	(6.6)	(7.2)	(7.5)	(7.6)	(7.8)	(8.0)	(8.1)
NOPAT	26.2	23.8	30.2	32.1	34.6	35.7	36.4	37.1	37.8	38.6
Amortyzacja	0.9	1.4	2.1	3.1	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
Zmiana w kapitale obrotowym	(26.5)	(15.5)	(18.5)	(20.1)	(19.5)	(17.7)	(17.4)	(18.1)	(18.7)	0.3
Wydatki inwestycyjne	(0.9)	(22.4)	(9.1)	(3.2)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
Free cash flow	(0.3)	(12.7)	4.7	11.9	15.1	17.9	18.9	19.0	19.0	38.8
Wartość bieżąca FCF	-0.3	-10.5	3.6	8.1	9.4	10.1	9.7	8.8	8.1	14.9
Wartość bieżąca FCF	62.0									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.1%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	151									
Wartość segmentu	213									
Wartość bieżąca segmentu (EV)	232									

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 10. Marvipol: WACC segmentu samochodowego

Dług/ (dług+kapitał własny)	0.0
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%
Beta (x)	1.5
Koszt kapitału własnego (%)	10.1%
Koszt długu (%)	8.5%
Koszt długu po podatku (%)	6.9%
WACC (%)	10.0%

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 11. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Średni ważony koszt kapitału (%)					
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	-0.9%	249	231	215	201	188
	-0.4%	259	240	223	208	194
	0.1%	271	250	232	215	201
	0.6%	284	261	241	224	208
	1.1%	298	274	252	233	216

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
Carmax Inc	58.3	42,163	25.6	23.1	21.0	12.5	20.1	20.4
Autonation Inc	57.4	21,787	16.9	14.9	13.2	9.4	8.7	8.0
Inchcape Plc	698.5	16,556	14.8	13.8	12.7	8.6	8.0	7.2
Penske Automotive Group Inc	47.8	14,484	14.6	12.8	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
Asbury Automotive Group	74.6	7,461	17.3	15.4	13.6	9.8	9.0	n.a.
Group 1 Automotive Inc	89.0	7,260	16.0	13.9	12.4	n.a.	n.a.	n.a.
D'leteren Sa/Nv	30.4	7,025	13.6	12.2	10.9	6.8	6.1	5.5
Lithia Motors Inc-Cl A	84.3	7,428	17.4	14.2	12.6	n.a.	n.a.	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	26.7	4,591	14.1	12.5	11.0	7.3	6.7	6.1
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	12.0	3,862	12.3	11.1	10.1	11.1	10.0	9.2
Lookers Plc	128.5	2,638	10.7	9.8	9.7	6.6	6.1	5.6
Bilia Ab-A Shs	230.0	2,575	14.6	13.8	12.7	6.8	6.4	6.1
Pendragon Plc	30.5	2,342	10.9	10.2	9.5	4.8	4.5	4.1
Mediana			14.6	13.8	12.4	8.0	7.4	6.1
Marvipol (segment samochodowy)	7.1	295	15.3	14.8	11.6	11.0	11.0	8.7
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			305	314	336	253	229	233
Dyskonto do wyceny	50%							
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	112							

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena segmentu najmu

Wyceniamy segmentu najmu w oparciu o wartość projektu Prosta Tower, dla którego zakładamy średni czynsz na poziomie EUR 17.0/mkw oraz stopę kapitalizacji w wysokości 7%.

Tabela 13. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	Średnia czynsz (EUR/mkw/mc)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena DII (PLNm)	Aktualne zadłużenie (PLNm)	Potencjalna gotówka netto (PLNm)
Prosta Tower	6,084	17.0	7%	87.7	ok. 33	54.7

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Opis spółki

Marvipol S.A. istnieje na rynku od 1996r - początkowo pod postacią prawną spółki z o.o., a od 2006 roku w formie spółki akcyjnej. Od założenia firma aktywna jest w branży deweloperskiej. Na początku jej działalność ograniczała się do obsługi pierwszych etapów procesu deweloperskiego (przygotowanie dokumentacji, konsulting oraz pośrednictwo w obrocie nieruchomościami, pozyskiwanie gruntów pod budownictwo), natomiast od 2000 r. spółka rozpoczęła realizację własnych projektów inwestycyjnych w segmencie mieszkaniowym. Od 19 czerwca 2008 r. spółka notowana jest na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

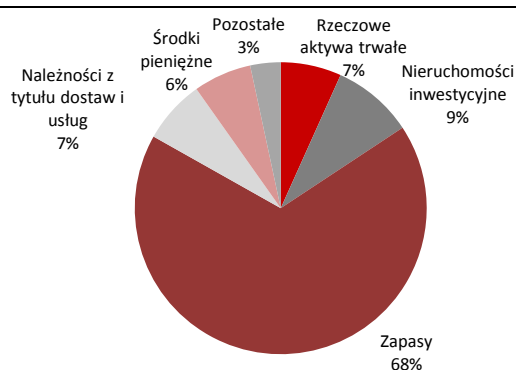
Marvipol S.A. jest jednostką dominującą grupy kapitałowej Marvipol. Obecną działalność grupy podzielić można na cztery segmenty:

- Działalność deweloperska – sprzedaż lokali realizowanych przez spółkę na warszawskim rynku mieszkaniowym (obecnie spółka posiada w swojej ofercie 6 projektów).
- Sprzedaż samochodów – import, sprzedaż, usługi serwisowe oraz obrót częściami zamiennymi do samochodów segmentu premium oraz high luxury segment (HLS), takich jak Jaguar, Land Rover, Aston Martin, Lotus i Caterham, jako wyłączny przedstawiciel na rynku polskim.
- Najem – spółka posiada w swoim portfelu nieruchomość biurową Prosta Tower w Warszawie, o powierzchni najmu 6,084 mkw.
- Myjnie – działalność prowadzona pod marką Robo Wash Center, w ramach której spółka posiada obecnie 5 myjni samochodowych zlokalizowanych w Warszawie oraz 1 myjnię Robo Wash Express w Koninie.

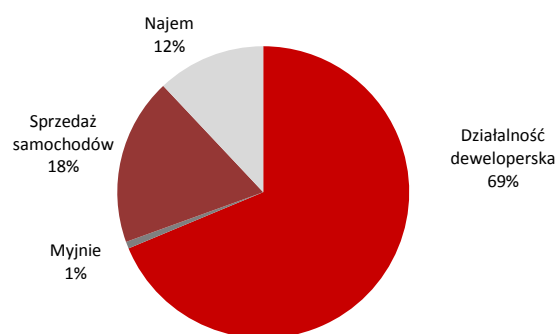
Obecnie spółka posiada ekspozycję głównie na rynek warszawski (wszystkie projekty mieszkaniowe oraz komercyjne realizowane są w Warszawie), jedynie sieć dealerska segmentu samochodowego zlokalizowana jest w różnych miastach Polski.

Na koniec 3Q14 spółka posiadała aktywa o łącznej sumie bilansowej PLN 855m. Znaczącą część aktywów stanowiły zapasy o wartości PLN 577m (68% aktywów), nieruchomości inwestycyjne o wartości PLN 77m (9% aktywów), należności z tytułu dostaw i usług o wartości PLN 60m (7% aktywów) oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty o wartości PLN 55m (6% aktywów).

Wykres 1. Marvipol: Struktura aktywów (stan na koniec 3Q14)



Wykres 2. Marvipol: Struktura aktywów w podziale na segmenty operacyjne (stan na koniec 3Q14)



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Nieruchomości inwestycyjne spółki Marvipol obejmują część budynku biurowego Prosta Tower oraz niezagospodarowane grunty w Mikołajkach, wobec których spółka jeszcze nie posiada planów inwestycyjnych. W rzeczowych aktywach trwałych ujmowana jest natomiast pozostała część biurowca Prosta Tower, która jest użytkowana przez Marvipol. Jednocześnie znacząca część posiadanych przez spółkę aktywów związana jest z działalnością deweloperską (69%), podczas gdy sprzedaż samochodów oraz najem odpowiadają za odpowiednio 18% oraz 12% wartości wszystkich aktywów.

Na wartość zapasów Marvipolu składają się przede wszystkim zakończone, jak również realizowane projekty mieszkaniowe (blisko 87% zapasów na koniec 3Q14), podczas gdy pozostałe 13% zapasów związane było z posiadanymi przez spółkę samochodami na sprzedaż i częściami samochodowymi. Zwracamy uwagę, że na zapasy składają się przede wszystkim wyroby gotowe, czyli inwestycje zakończone, podczas gdy produkty w toku (inwestycje realizowane oraz grunty pod inwestycje) stanowią jedynie 41% wartości zapasów.

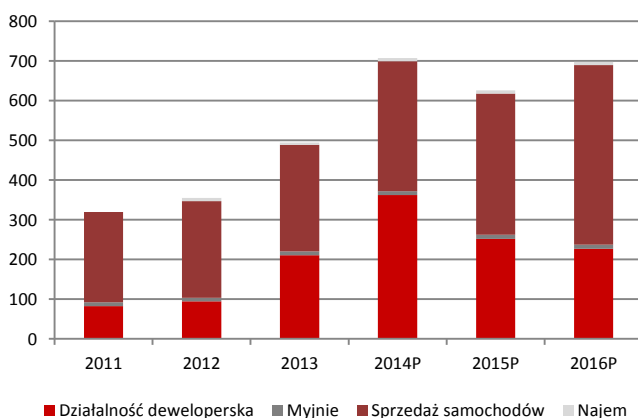
Tabela 14. Marvipol: Podział zapasów (stan na koniec 3Q14, PLNm)

Zapasy	Produkty w toku	Wyroby gotowe	Towary
Wiatraczna Residence	-	0.1	-
Apartamenty Mokotów Park	-	41.3	-
Hill Park	25.1	71.8	-
Art Eco	-	82.4	-
Bielany Residence	-	23.9	-
Mikołajki	10.1	-	-
Zielona Italia	-	47.7	-
Central Park Ursynów	201.6	-	-
Samochody i części	-	-	72.6
Inne	-	-	0.3
Razem	236.8	267.2	72.9

Źródło: Dane spółki, DI Investors

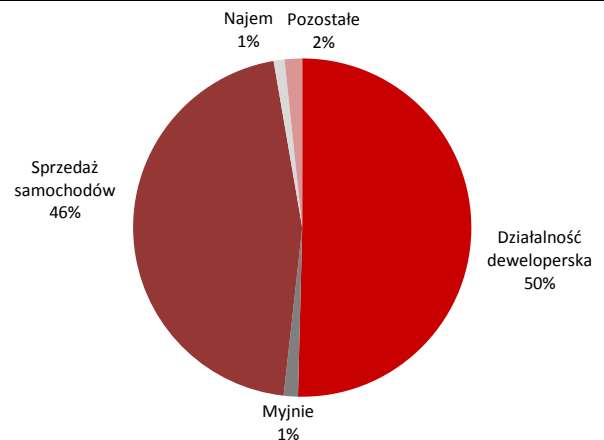
W ramach swojej działalności spółka działa obecnie w czterech segmentach, przy czym znacząca część przychodów generowana jest przez segment deweloperski oraz segment sprzedaży samochodów. W 9M14 ponad połowa przychodów została wygenerowana przez segment mieszkaniowy (52%), podczas gdy segment samochodowy wygenerował 44% przychodów. Pozostałe przychody stanowiły przychody z najmu powierzchni biurowej w Prosta Tower oraz przychody z myjni samochodowych Robo Wash.

Wykres 3. Marvipol: Struktura przychodów w ujęciu rocznym (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wykres 4. Marvipol: Oczekiwana struktura przychodów w 2014P

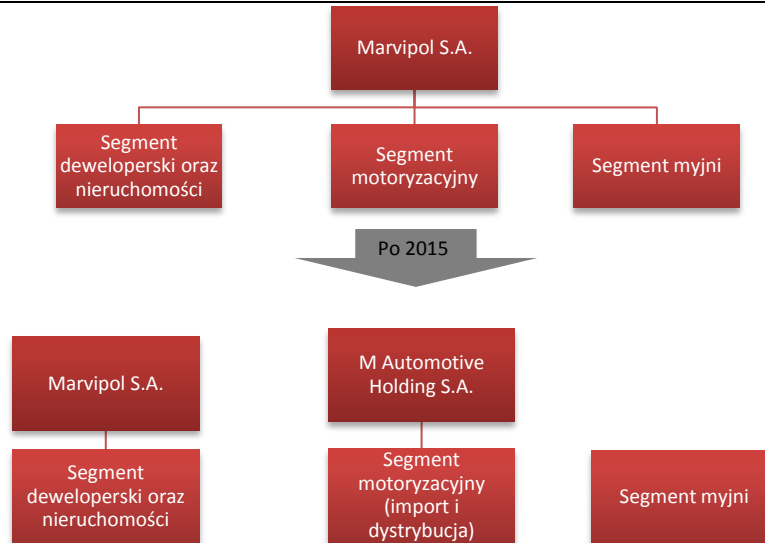


Źródło: Dane spółki, DI Investors

Strategia rozwoju na lata 2014-2020

W lipcu 2014r spółka przedstawiła strategię rozwoju grupy Marvipol na lata 2014-2020. Strategia ta między innymi zakłada wyodrębnienie ze struktury grupy Marvipol segmentu motoryzacyjnego oraz przeprowadzenie IPO tego segmentu. W wyniku podziału, segment deweloperski wciąż pozostawałby rozwijany w ramach grupy kapitałowej Marvipol S.A., podczas gdy segment spółek motoryzacyjnych zostałby skoncentrowany w M Automotive Holding, który zostałby wprowadzony na GPW w 2H15. Z kolei segment myjni zostałby wyłączony z grupy kapitałowej w perspektywie najbliższych miesięcy.

Wykres 5. Marvipol: Planowana zmiana struktury organizacyjnej



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Segment motoryzacyjny

Założenia planu rozwoju segmentu motoryzacyjnego:

- Wzrost wolumenu sprzedaży samochodów Land Rover oraz Jaguar do ponad 2tys. sztuk w 2016r, dzięki wprowadzaniu do oferty nowych modeli, jak również rozwojowi sprzedaży aut używanych,
- Rozbudowa sieci dilerskiej do 14 dilerów w 2016r, w tym uruchomienie trzeciego własnego salonu sprzedaży w Warszawie oraz modernizacja dilerów własnych w Łodzi oraz w Trójmieście. Planowane wydatki inwestycyjne na poziomie PLN 60m w latach 2014-18,
- Zwiększenie przychodów z usług, dzięki rozbudowie zdolności serwisowych oraz uruchomieniu własnej blacharni,
- Rozwój i promocja produktów finansowych pod nazwą JLR Finance,
- Program sprzedaży samochodów używanych, jako nowa linia produktowa segmentu.

Segment mieszkaniowy

Założenia planu rozwoju segmentu mieszkaniowego:

- Zwiększenie poziomu sprzedaży mieszkań do około 800 sztuk w 2016r, przy ponad 20% rentowności brutto ze sprzedaży,
- Koncentracja oferty mieszkaniowej na segmentach standard+ oraz premium w Warszawie,
- Dywersyfikacja oferty mieszkaniowej oraz utrzymywanie jej na poziomie maksymalnie 18 miesięcznej sprzedaży.

Segment mieszkaniowy

Oferta mieszkaniowa

W koniec 3Q14 Marvipol posiadał w swojej ofercie mieszkaniowej 6 projektów, wszystkie zlokalizowane w Warszawie:

- **Central Park Ursynów:** Obecnie kluczowa inwestycja dewelopera zlokalizowana przy ulicy Kłobuckiej na warszawskim Ursynowie. Na posiadanych gruntach spółka planuje realizację ponad 2,300 mieszkań w 23 budynkach, które mają zostać zrealizowane w 6 etapach. Obecnie w swojej ofercie spółka posiada pierwszy etap Central Park 1A na 471 mieszkań (na koniec 3Q14 w ofercie pozostawało 175 mieszkań, czyli 37%). Dodatkowo w 4Q14 oferta mieszkaniowa dewelopera została rozszerzona o drugi etap projektu Central Park 1B na 440 mieszkań. Jednocześnie na przełomie 4Q14 oraz 1Q15 spółka spodziewa się otrzymać pozwolenia na budowę wszystkich etapów projektu.
- **Osiedle Zielona Italia:** Inwestycja zlokalizowana w Nowych Włochach w Warszawie o łącznej liczbie 886 mieszkań (PUM na poziomie 54tys. mkw) w 9 budynkach. W 3Q14 Marvipol zakończył realizację inwestycji. Na koniec 3Q14 w ofercie pozostawały 73 mieszkania (zaledwie 8% ogólnej liczby mieszkań powstałych w tej inwestycji), zaś potencjał do rozpoznania przychodów z tej inwestycji wynosił PLN 47.7m.
- **Apartamenty Mokotów Park:** Projekt składający się z 3 budynków apartamentowych na 432 lokale zlokalizowanych na Dolnym Mokotowie w otulinie rezerwatu Jeziora Czerniakowskiego w Warszawie. Realizacja projektu została zakończona w 4Q13, natomiast na koniec 3Q14 w ofercie pozostawało 56 lokali (potencjał generacji przychodów na poziomie PLN 41.3m).
- **Bielany Residence:** Projekt zrealizowany na warszawskich Bielanych, składający się z 9-piętrowego apartamentowca na 396 mieszkań. Realizacja inwestycji została zakończona w 4Q13, natomiast na koniec 3Q14 oferta obejmowała 45 mieszkania (potencjalne przychody do rozpoznania w wysokości PLN 23.9m).
- **Art Eco Rezydencja:** Inwestycja zrealizowana na Żoliborzu, zakończona w 3Q14. Na koniec 3Q14 w ofercie pozostawało 138 lokali (44% całkowitej liczby dostępnych mieszkań). Potencjał do generacji przychodów w nadchodzących kwartałach wynosi PLN 82.4m.
- **Hill Park Apartments:** Kompleks luksusowych 52 apartamentowców na warszawskich Bielanych. Na koniec 3Q14 oferta projektu obejmowała 45 apartamentów, zaś potencjalny przychód do rozpoznania kształtował się na poziomie PLN 71.8m.

łącznie na koniec 3Q14 spółka posiadała w swojej ofercie 532 mieszkania, z czego 357 lokali zlokalizowane było w ukończonych inwestycjach (67% całkowitej oferty dewelopera). Dodatkowo w 4Q14 oferta została powiększona o kolejny etap CPU 1B na 440 mieszkań.

W ramach banku ziemi spółka posiada przede wszystkim nieruchomości pod realizację projektu Central Park Ursynów, jak również niezagospodarowaną nieruchomość w Mikołajkach. Mając na uwadze niewielki potencjał do wprowadzania nowych inwestycji do oferty zarząd spółki planuje w nadchodzących kwartałach zakup gruntów pozwalających na realizację około 40-50tys. PUM.

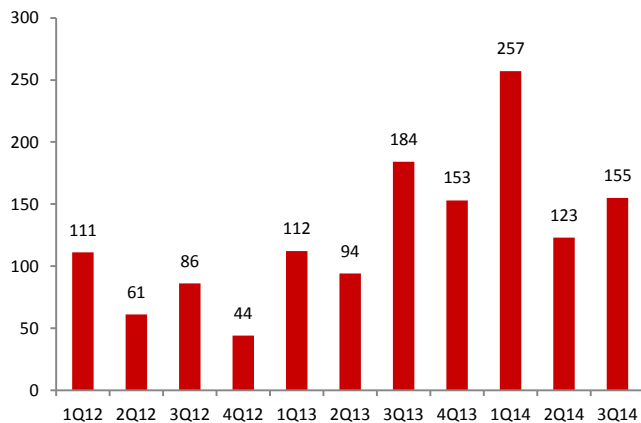
Przedsprzedaż mieszkań

W pierwszych trzech kwartałach 2014r przedsprzedaż mieszkań Marvipolu wyniosła 535 lokale, co oznacza wzrost o 37% r/r. W samym trzecim kwartale spółka przedsprzedała 155 mieszkań (-16% r/r), na co wpływ miała niższa oferta mieszkaniowa (677 mieszkań na koniec 2Q14, w porównaniu do 786 mieszkań na koniec 2Q13). Zwracamy uwagę, że połowa przedsprzedaży spółki została wygenerowana przez CPU 1A (78 mieszkań). Jednocześnie dzięki wprowadzeniu do sprzedaży kolejnego etapu inwestycji Central Park Ursynów (1B) w październiku, spółka odnotowała sprzedaż na poziomie 72 lokali (+14% r/r). Pomimo kurczącej się oferty mieszkaniowej, uważamy że przy wsparciu sprzedażowym ze strony projektu CPU, Marvipol przedsprzeda około 205 mieszkań w 4Q14, dzięki czemu całoroczna przedsprzedaż ukształtuje się w wysokości 740 mieszkań (+36% r/r).

Szacujemy, że przedsprzedaż w 2015r będzie głównie generowana poprzez projekt CPU (blisko 70%). Dodatkowo zakładamy nabycie przez spółkę gruntów pod realizację nowych projektów. W efekcie prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 619 lokali w 2015r (-16% r/r) oraz 624 w 2016r (+1% r/r).

Wykres 6. Marvipol: Sprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym

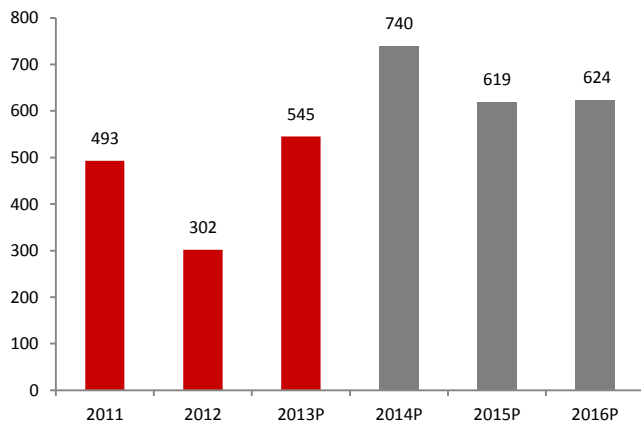
Liczba lokali



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wykres 7. Marvipol: Sprzedaż mieszkań w ujęciu rocznym

Liczba lokali



Źródło: Dane spółki, DI Investors

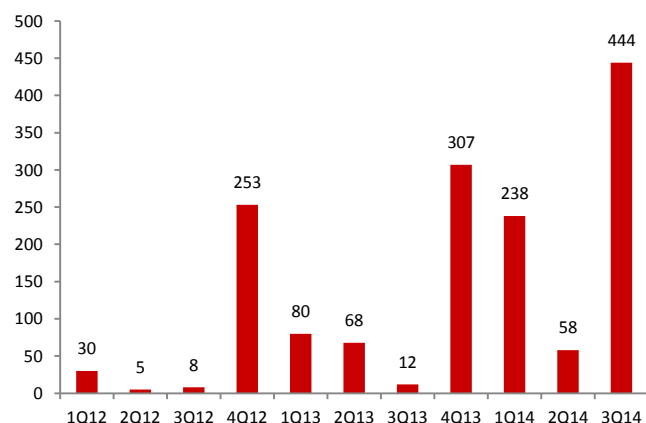
Sprzedaż notarialna mieszkań

W 3Q14 Marvipol rozpoznał w przychodach 444 mieszkania (w porównaniu do 15 lokali przekazanych w 3Q13). Wpływ na tak wysokie poziomy sprzedaży notarialnej miało zakończenie realizacji czterech budynków w ramach inwestycji Osiedle Zielona Italia (łącznie 376 mieszkań) oraz Art Eco (314 mieszkań). Wskutek wysokiego poziomu sprzedaży notarialnej liczba mieszkań sprzedanych, ale jeszcze nieprzekazanych spadła do 427 mieszkań na koniec 3Q14 z 716 na koniec 2Q14 oraz 786 na koniec 3Q13. Ze względu na dalsze przekazania w ramach zakończonych projektów szacujemy, że sprzedaż notarialna w 4Q14 wyniesie około 119 mieszkań (vs. 307 przekazane w 4Q14). W skali całego 2014P prognozujemy sprzedaż notarialną na poziomie 859 jednostek (+83% r/r).

Jednocześnie mając na uwadze harmonogram realizacji projektów mieszkaniowych Marvipolu (zakończenie realizacji jedynie CPU 1A na 471 mieszkań w 4Q15), oczekujemy że spółka przekaże klientom 622 mieszkania w 2015P (-28% r/r) oraz 614 w 2016P (-1% r/r). Przypominamy, że na koniec 3Q14 wartość zakontraktowanych a nieprzekazanych lokali wynosiła PLN 138.8m (w tym PLN 93.6m w ramach inwestycji CPU).

Wykres 8. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym

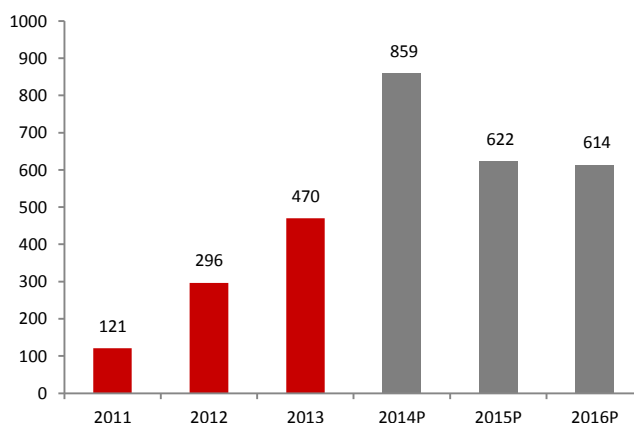
Liczba lokali



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wykres 9. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu rocznym

Liczba lokali



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Tabela 15. Marvipol: Potencjał rozpoznania przychodów i oferta mieszkaniowa na koniec 3Q14

Liczba lokali

Projekt	Liczba lokali	Liczba lokali w sprzedaży	Wartość lokali w ofercie	Wartość sprzedanych, nieprzekazanych lokali	Termin zakończenia projektu	Łączna wartość do rozpoznania w wynikach
Mokotów Park	432	56	41.3	8.2	Gotowy	49.6
Zielona Italia	886	73	47.7	11.7	Gotowy	59.3
Bielany Residence	396	45	23.9	2.8	Gotowy	26.7
Art Eco	314	138	82.4	16.4	Gotowy	98.8
Hill Park	52	45	71.8	6.0	Gotowy	77.8
Central Park	471	175	201.6*	93.6	11.2015	295.2

Źródło: Dane spółki, DI Investors, * Wartość księgowa realizowanej nieruchomości

Tabela 16. Marvipol: Portfel nieruchomości mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Okres realizacji	Sprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)	
				2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P		
Projekty zakończone														
AMP	429	32,492	2009 - 2013	89	45	0	101	71	0	63.7	43.9	0.0	21%	
Bielany Residence	396	24,000	2011 - 2013	60	36	0	191	54	0	86.5	20.5	0.0	19%	
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011 - 2014	8	10	15	7	14	15	11.4	23.7	26.4	6%	
OZI	885	54,823	2010 - 2014	96	33	0	389	75	0	138.8	26.9	0.0	21%	
Art Eco Rezydencja	314	19,800	2012 - 2014	85	55	50	172	85	50	75.9	38.4	22.8	11%	
Projekty w realizacji														
Central Park IA	471	25,700	2014 - 2015	312	120	39	0	324	147	0.0	98.2	44.6	19%	
Central Park IB	440	25,000	2014 - 2016	90	200	150	0	0	352	0.0	0.0	111.1	19%	
Projekty planowane														
Nowy projekt I	150	10,000	2015 - 2016	0	50	50	0	0	50	0.0	0.0	21.7	18%	
Nowy projekt II	150	10,000	2015 - 2017	0	50	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%	
Central Park II	350	19,000	2015 - 2017	0	20	130	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%	
Central Park III	350	19,000	2016 - 2018	0	0	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%	
Nowy projekt III	150	7,500	2016 - 2018	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%	
Nowy projekt IV	150	7,500	2016 - 2018	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%	
Razem				740	619	624	859	622	614	362.2	251.7	226.5		

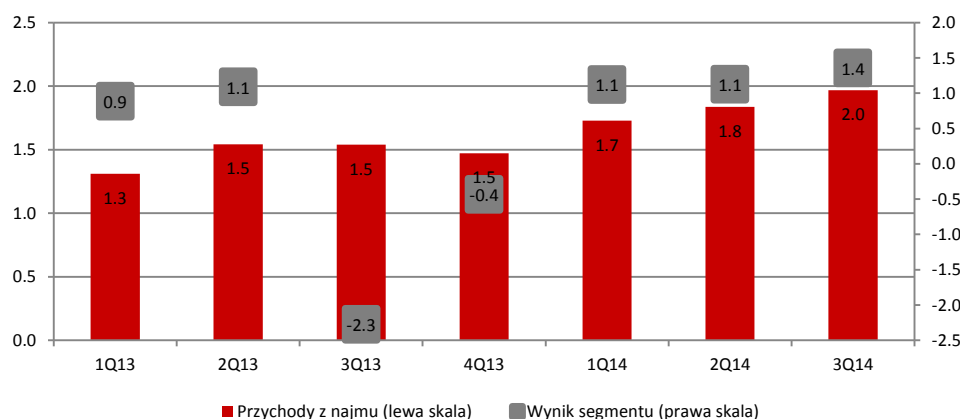
Źródło: Dane spółki, DI Investors

Segment najmu

W ramach segmentu najmu spółka posiada w swoim portfelu jedną nieruchomość biurową Prosta Tower przy ulicy Prostej 32 w Warszawie. Biurowiec został ukończony w 3Q11, ma 70 metrów wysokości i 18 kondygnacji biurowych. Powierzchnia przeznaczona pod wynajem wynosi 6,084mkw. Obecnie budynek jest wynajęty w 96%, w tym 20% przez Grupę Marvipol (powierzchnia wykorzystywana na potrzeby własne ujmowana jest w bilansie w rzeczowych aktywach trwałych, natomiast pozostała część w nieruchomościach inwestycyjnych), natomiast w kwestii pozostałych 4% podpisany już został list intencyjny. Przychody z najmu od odbiorców zewnętrznych w 9M14 roku wyniosły PLN 5.5m (+26% r/r). Wzrost przychodów segmentu spowodowany był przede wszystkim zmniejszaniem poziomu pustostanów w inwestycji. Jednocześnie dzięki poprawie wskaźników operacyjnych inwestycji, spółka zaraportowała PLN 3.6m zysku operacyjnego w 9M14 (poprawa ze straty operacyjnej na PLN 0.3m w 9M13).

Wykres 10. Marvipol: Wynik segmentu najmu w ujęciu kwartalnym

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Przy założeniu średniego poziomu czynszu w wysokości EUR 17/mkw oraz stopy kapitalizacji na poziomie 7% wyceniamy projekt Prosta Tower na PLN 88m (wartość księgowa nieruchomości na koniec 3Q14 to PLN 102m). Obecnie spółka pracuje nad refinansowaniem nieruchomości, dzięki czemu wskaźnik LTV (wartość zadłużenia w porównaniu do wartości nieruchomości) mógłby zostać podniesiony z ok. 33% do 65%. Zdaniem spółki pozwoliłoby to na uwolnienie około dwudziestu kilku PLNm, zaś cały proces powinien zostać zakończony do końca stycznia 2015r.

Jednocześnie w 2015P zarząd Marvipolu planuje sprzedaż nieruchomości. Mając na uwadze szacowaną wartość projektu na PLN 88m oraz zadłużenie na około PLN 33m oczekujemy, że potencjalna sprzedaż nieruchomości pozwoliłaby na wygenerowanie około PLN 55m gotówki netto ze sprzedaży nieruchomości.

Ze względu na wciąż toczące się procesy stosujemy konserwatywne podejście oraz w naszych prognozach nie zakładamy ani sprzedaży nieruchomości Prosta Tower, ani refinansowania projektu.

Tabela 17. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower

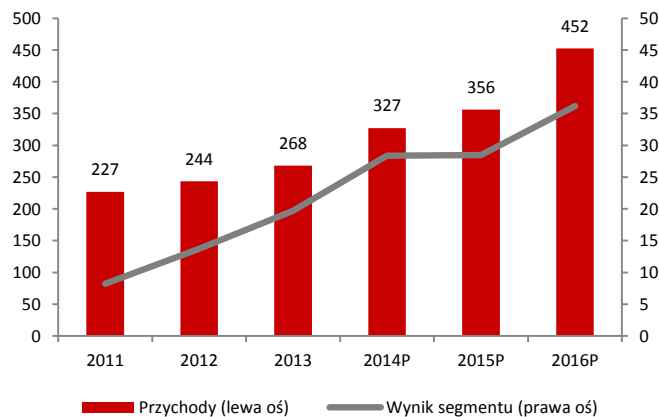
Projekt	Powierzchnia (mkw.)	Średnia czynsz (EUR/mkw/mc)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena DII (PLNm)	Aktualne zadłużenie (PLNm)	Potencjalna gotówka netto (PLNm)
Prosta Tower	6,084	17.0	7%	87.7	ok. 33	54.7

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Segment motoryzacyjny

Marvipol S.A. poprzez 10 spółek zależnych prowadzi działalność w zakresie importu, świadczenia usług serwisowych, obrotu częściami zamiennymi dla samochodów premium oraz high luxury segment (HLS). Grupa jest autoryzowanym generalnym importerem oraz dealerem w Polsce samochodów: Land Rover (w tym również Range Rover), Jaguar, Aston Martin, Caterham oraz Lotus.

Wykres 11. Marvipol: Wyniki segmentu sprzedaży samochodów
Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, DI Investors

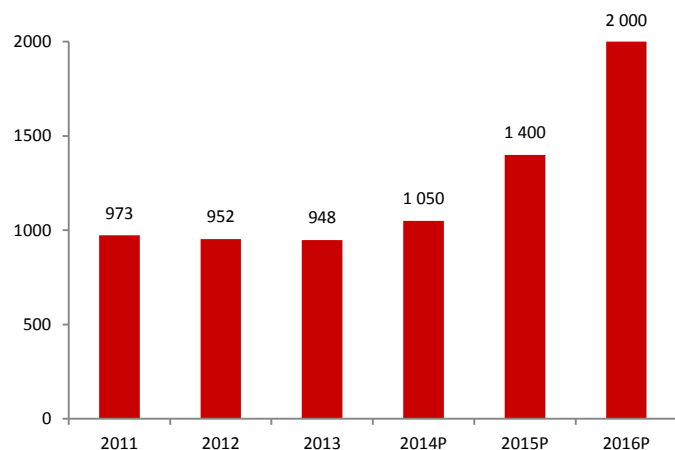
Tabela 18. Marvipol: Autoryzowani dealerzy JLR

	Nazwa	Miasto
Salony zależne od Marvipol S.A.	JLR Centrum	Warszawa
	JLR Centrum	Warszawa
	JLR Gdańsk	Gdańsk
	JLR Łódź	Łódź
Pozostałe	Karlik	Baranowo k/Poznań
	MM Cars	Katowice
	TEAM - Marek Pasierbski	Wrocław / Długołęka
	Auto-Breczko Spółka Jawna	Choroszcz-Białystok
	Car-Master	Kraków
	Car-Master	Nowy Sącz

Źródło: Dane spółki, DI Investors

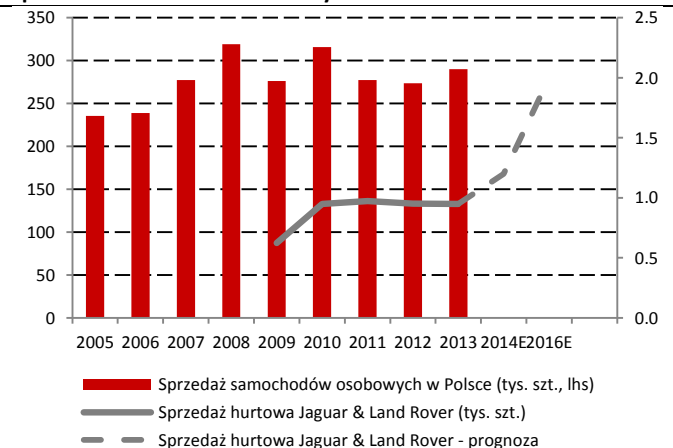
Przychody z segmentu motoryzacyjnego generowane są głównie poprzez sprzedaż hurtową marek Land Rover oraz Jaguar, która w 2013r wyniosła, odpowiednio 780 oraz 168 szt. (łącznie 948 szt. w 2013r, w porównaniu do 952 w 2012r). W 9M14 łączna ilość sprzedanych aut tych dwóch marek wzrosła o 20% r/r (860 w 9M14 vs. 717 w 9M13). JLR Polska zakłada dalszy wzrost sprzedaży w okresie 2014-2016r. W 2014r spółka oczekuje wzrostu liczby sprzedawanych aut do około 1,050 (vs. 948 w roku 2013r), do około 1,400 w 2015r oraz 2,000 w 2016r.

Wykres 12. Sprzedaż hurtowa marek Jaguar oraz Land Rover oraz oczekiwania zarządu spółki Marvipol



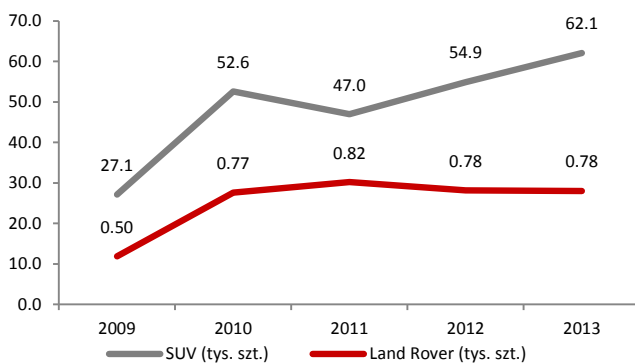
Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Wykres 13. Sprzedaż hurtowa marek Jaguar oraz Land Rover vs sprzedaż samochodów osobowych w Polsce

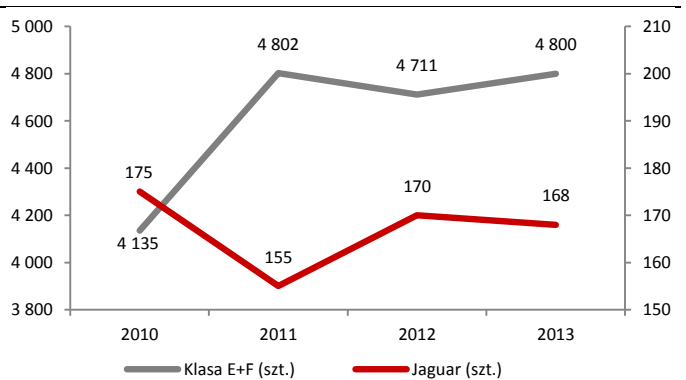


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Z gamy samochodów oferowanych przez spółkę w Polsce największą popularnością pod względem ilości sprzedanych sztuk cieszy się Land Rover. Najbardziej pożądanym modelem tej marki w 2013 r. okazał się Range Rover Evoque. Mimo, iż stał się on dostępny dopiero w połowie ubiegłego roku, aż 314 z 780 sprzedanych Land Roverów stanowił model Evoque.

Wykres 14. Dynamika sprzedaży w Polsce samochodów marki Land Rover oraz segmentu I (SUV)


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Wykres 15. Dynamika sprzedaży: Jaguar vs Segment E+F


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

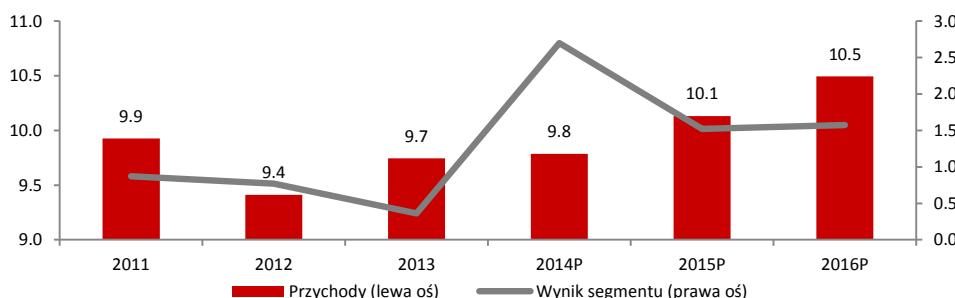
W najbliższych kwartałach oczekujemy wzrostu liczby sprzedawanych aut przez spółkę. Przede wszystkim zwracamy uwagę na planowane zwiększanie oferty dostępnych modeli, w tym również o modele z silnikami o mniejszym litrażu (które ze względu na niższy podatek akcyzowy oferowane będą po niższych cenach). Wsparciem dla zwiększenia sprzedaży samochodów Jaguar oraz Land Rover będzie również rozwój sieci dilerskiej. Zarząd spółki planuje zwiększenie liczby dilerów z 10 obecnie do około 14 w 2016r. Zgodnie z zapowiedziami spółki planowane wydatki inwestycyjne związane z rozwojem segmentu mogą wynieść około PLN 60m w latach 2014-2018r. Rozwój sieci dilerskiej obejmuje między innymi otwarcie nowego punktu w Warszawie, jak również w Bydgoszczy, Bielsku-Białej, Lublinie lub Rzeszowie, być może w Szczecinie. W efekcie prognozujemy wzrost sprzedaży samochodów z 968 w 2013r do 1,110 w 2014r (+15% r/r), 1,413 w 2015r (+27% r/r) oraz 1,762 w 2016r (+25% r/r).

Tabela 19. Planowane premiery aut marek Land Rover oraz Jaguar

Marka	Model	Segment	Oczekiwana cena	Data premiery
Land Rover	Land Rover Range Rover Evoque	I	\$75,000	2014
Jaguar	F-TYPE	G	£135,000	2014
Jaguar	Jaguar XE	E	£25,000-£30,000	2015
Jaguar	Jaguar XJ	F	\$74,200	2015
Jaguar	Jaguar XF	F	\$46,975	2015
Jaguar	Jaguar XK	G	\$84,500	2015
Land Rover	Land Rover Discovery	I	\$41,595	2015
Land Rover	LAND ROVER LR4	I	\$51,325	2015
Land Rover	Land Rover Discovery Sport	I	\$60,000	2016
Land Rover	Range Rover Evoque XL	I	£41,000 - £55,000	2016
Land Rover	Land Rover LR5 SUV	I	\$ 50,500	2015

Źródło: DI Investors

Marvipol posiada również działalność związaną z prowadzeniem sieci myjni samochodowych poprzez spółkę Robo Wash Center (5 myjni w Warszawie) oraz Robo Wash Express (1 myjnia w Koninie). Strategia grupy Marvipol zakłada wyłączenie segmentu myjni samochodowych z grupy w perspektywie najbliższych lat.

Wykres 16. Marvipol: Przychody z tytułu prowadzenia sieci myjni (PLNm)


Źródło: Dane spółki, DI Investors

Prognozy finansowe

Tabela 20. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	376.2	378.0	506.0	718.6	631.8	703.2
Działalność deweloperska	82.3	94.2	210.5	362.2	251.7	226.5
Myjnie	9.9	9.4	9.7	9.8	10.1	10.5
Sprzedaż samochodów	226.8	243.5	268.2	327.2	356.1	452.4
Najem	0.0	7.3	5.9	7.5	7.8	7.8
Pozostałe	0.0	23.6	11.7	12.0	6.0	6.0
Usługi obce	78.2	94.4	198.0	318.9	226.0	207.4
Wartość sprzedanych towarów i usług	187.1	203.1	220.3	267.3	291.0	369.6
Pozostałe koszty operacyjne	40.7	44.1	51.2	52.5	57.6	61.7
EBITDA	73.1	39.8	40.0	82.9	60.4	68.0
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
EBIT	70.1	36.5	36.5	79.9	57.2	64.5
Działalność deweloperska	49.6	9.0	25.8	42.0	24.7	24.3
Myjnie	0.9	0.8	0.4	2.7	1.5	1.6
Sprzedaż samochodów	8.2	13.7	19.7	30.3	28.5	36.2
Najem	0.0	-0.3	-0.7	4.9	2.3	2.3
Pozostałe	11.4	13.4	-8.6	0.1	0.1	0.1
Koszty finansowe netto	9.5	14.1	15.5	19.6	16.1	8.8
Zysk przed opodatkowaniem	60.6	22.4	21.0	60.4	41.0	55.6
Podatek dochodowy	11.6	4.7	7.4	10.7	7.8	10.6
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Rentowność operacyjna (%)	19%	10%	7%	11%	9%	9%
Działalność deweloperska	60%	10%	12%	12%	10%	11%
Myjnie	9%	8%	4%	28%	15%	15%
Sprzedaż samochodów	4%	6%	7%	8%	7%	7%
Najem	n.a.	-5%	-13%	65%	30%	30%

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

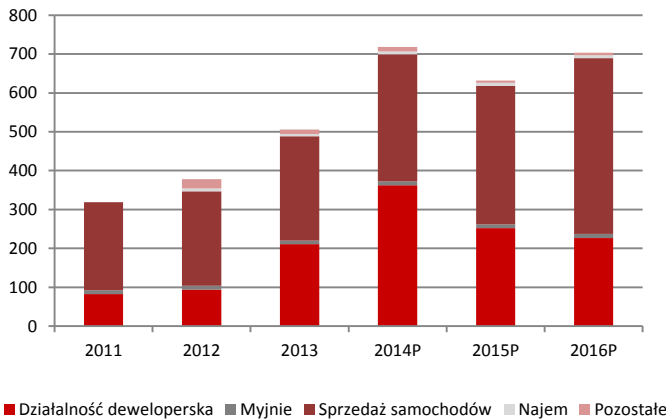
Prognozujemy, że w całym 2014P Marvipol wygeneruje przychody na poziomie PLN 718.6m (+42% r/r). Zwracamy uwagę na poprawę sprzedaży zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie sprzedaży samochodów. Mając na uwadze harmonogram realizacji projektów mieszkaniowych oraz ofertę mieszkaniową dewelopera, prognozujemy że w 2014 Marvipol przekaze 859 mieszkań (+83% r/r), z czego ok. 88% zostało już przekazane w pierwszych trzech kwartałach roku. Jednocześnie w 2015P spółka planuje przekazać do użytkowania jedynie jeden projekt Central Park Ursynów 1a, w wyniku czego prognozujemy sprzedaż notarialną na poziomie 622 mieszkań w 2015P (-28% r/r) oraz 614 w 2016P (-1% r/r). W efekcie prognozujemy wzrost przychodów segmentu mieszkaniowego o 72% r/r do PLN 362m w 2014P oraz spadek o 31% r/r do PLN 252m w 2015P oraz o 10% r/r do PLN 227m w 2016P. Jednocześnie ze względu na zwiększanie stopnia komercjalizacji inwestycji Prosta Tower, prognozujemy przychody z najmu na poziomie PLN 7.5m w 2014P (+28% r/r) oraz PLN 7.8m w 2015P (+4% r/r).

Głównym czynnikiem wzrostu przychodów Marvipolu w najbliższych latach będzie naszym zdaniem segment motoryzacyjny. Szacujemy, że w 2014 spółka sprzeda 1,110 samochodów, co oznacza wzrost o 15% r/r, natomiast w latach 2015-16P sprzedaż aut wzrośnie odpowiednio do 1,413 oraz 1,762 (wzrost odpowiednio o 27% r/r oraz o 25% r/r). Jednocześnie ze względu na wprowadzanie do oferty tańszych modeli, oczekujemy, że w 2015P średnia wartość sprzedanego samochodu zmaleje o 15% r/r.

W rezultacie prognozujemy przychody Marvipolu na poziomie PLN 719m w 2014P, PLN 632m w 2015P oraz PLN 703m w 2016P (odpowiednio +42% r/r, -12% r/r oraz +11% r/r). Na poziomie zysku operacyjnego prognozujemy PLN 79.9m w 2014r, PLN 57.2m w 2015r oraz PLN 64.5m w 2016r. Zwracamy uwagę na wzrost rentowności operacyjnej o 3.6pp do 10.9% w 2014P, głównie dzięki poprawie marży w segmencie sprzedaży samochodów (przy jednoczesnym wzroście udziału segmentu w strukturze przychodów grupy).

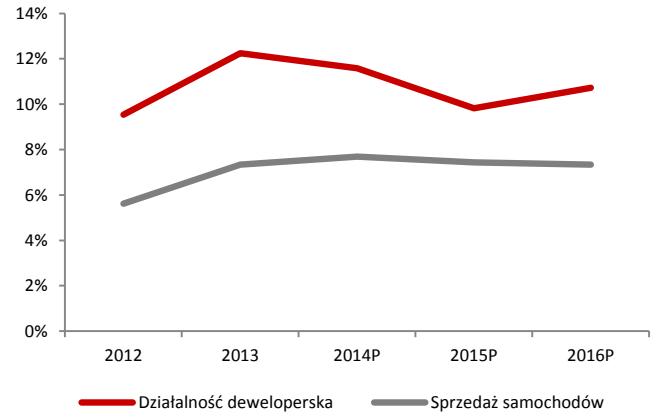
Ze względu na systematyczne obniżanie poziomu zadłużenia spółki, oczekujemy spadku kosztów finansowych spółki w nadchodzących latach. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 49.7m w 2014r (vs. PLN 13.6m w 2013r), PLN 33.2m w 2015r (-31% r/r) oraz PLN 45.1m w 2016r (+36% r/r).

Wykres 17. Marvipol: Prognoza przychodów (PLNm)



Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Wykres 18. Marvipol: Prognoza rentowności operacyjnej (%)



Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Na koniec 3Q14 zadłużenie brutto spółki wynosiło PLN 309m (-22% r/r), z czego PLN 120m stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Przy stanie środków pieniężnych w wysokości PLN 55.1m, dług netto kształtował się na poziomie PLN 253.8m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.87x (vs. 1.68x na koniec 3Q13) oraz dług netto/aktywa na poziomie 0.30x (w porównaniu do 0.36x na koniec 3Q13).

Tabela 21. Marvipol: Bilans (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa trwałe	165.0	180.0	156.3	154.9	175.9	182.9
Rzeczowe aktywa trwałe	36.7	57.0	59.5	57.9	78.9	85.9
Wartości niematerialne i prawne	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Nieruchomości inwestycyjne	113.3	83.8	76.9	76.9	76.9	76.9
Inne aktywa trwałe	14.2	38.2	19.0	19.2	19.2	19.2
Aktywa obrotowe	515.9	681.9	827.0	716.3	614.7	532.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2
Należności	35.5	30.1	72.4	59.1	63.6	80.6
Zapasy	460.8	645.9	715.3	554.9	484.9	436.4
Inne aktywa obrotowe	4.6	2.3	5.6	6.3	6.3	6.3
Aktywa razem	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Kapitały własne	190.3	217.4	247.8	297.4	330.7	375.7
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	340.0	297.8	322.0	384.3	266.4	123.1
Dług długoterminowy	313.5	271.6	284.2	346.8	228.9	85.7
Inne zobowiązania długoterminowe	26.5	26.2	37.8	37.5	37.5	37.5
Zobowiązania krótkoterminowe	150.6	346.8	413.5	189.5	193.6	216.6
Dług krótkoterminowy	16.7	131.1	68.7	0.9	0.9	0.9
Zobowiązania handlowe	75.5	89.3	168.8	134.9	137.6	163.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	58.4	126.3	176.0	53.7	55.1	52.5
Zobowiązania i kapitały własne	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Dług brutto	330.3	402.7	352.9	347.7	229.8	86.6
Dług netto	315.2	399.2	319.2	251.7	169.9	77.3

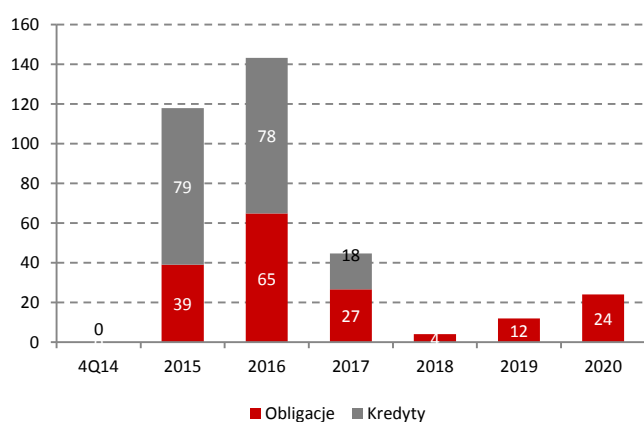
Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

W najbliższych kwartałach wpływ na stan środków pieniężnych spółki będą mieć zarówno inwestycje w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie motoryzacyjnym. Po pierwsze, ze względu na kurczącą się ofertę mieszkaniową, Marvipol powinien dokonać transakcji zakupu gruntów. Spółka zapowiada w nadchodzących kwartałach zakup co najmniej dwóch projektów, które umożliwiłyby budowę około 20-25tys. mkw PUM każdy. Szacujemy, że wydatki na zakup gruntów wyniosą około PLN 30m w 2015P oraz około

PLN 20m w 2016P. Jednocześnie spółka będzie sprzedawać klientom mieszkania zlokalizowane w nieruchomościach już zakończonych (zmniejszanie stanu zapasów). W efekcie oczekujemy, że latach 2014-16P spółka wygeneruje przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie odpowiednio PLN 84.6m, PLN 119.2m oraz PLN 110.2m.

Z kolei w wyniku rozwoju sieci dilerskiej w segmencie samochodowym, prognozujemy negatywne przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej na poziomie PLN 1.3m, PLN 24.3m oraz PLN 10.6m, odpowiednio w latach 2014P, 2015P, 2016P.

W 2015 zakładamy spłatę PLN 39m obligacji serii I oraz PLN 79m kredytów, natomiast w 2016r zakładamy spłatę PLN 65m obligacji (serii K, L, N) oraz PLN 78m kredytów. Prognozujemy, że stan środków pieniężnych na koniec 2014-16P wyniesie odpowiednio PLN 95.9m, PLN 59.9m oraz PLN 9.2m.

Wykres 19. Marvipol: Harmonogram spłaty zadłużenia


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Tabela 22. Marvipol: Emisje obligacji

Obligacje	Wartość emisji (mln zł)	Data wykupu	Oproc.
Seria K	11.4	31/05/2016	WIBOR6M+marża
Seria L	29.0	31/05/2016	WIBOR6M+marża
Seria I	39.1	08/04/2015	WIBOR3M+5,90%
Seria N	24.4	30/11/2016	WIBOR1M+marża
Seria O	20.7	08/08/2017	WIBOR3M+marża
Seria P	6.0	22/08/2017	WIBOR3M+marża
Seria R (1)	4.0	16/01/2018	
Seria R (2)	12.0	16/01/2019	
Seria R (3)	24.0	16/01/2020	
Razem	130.5		

Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Tabela 23. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przepływy z działalności operacyjnej	-147.4	-42.8	79.3	84.6	119.2	110.2
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-181.6	-62.3	55.2	32.6	82.7	61.6
zmiana stanu zapasów	-178.7	-150.3	-43.2	176.1	83.0	55.6
zmiana stanu należności	14.4	3.3	-30.5	13.3	-4.5	-17.0
zmiana stanu zobowiązań	-17.4	84.6	128.9	-156.8	4.1	23.0
Inne zmiany niepieniężne	-17.7	-1.5	7.0	-0.7	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12.3	-2.9	15.0	-1.3	-24.3	-10.6
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-5.8	-2.9	-2.1	-1.3	-24.3	-10.6
Inne przepływy inwestycyjne	-6.4	-0.1	17.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	147.1	34.2	-64.2	-21.0	-130.9	-150.4
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	168.4	67.1	-50.1	-5.2	-117.9	-143.2
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-21.3	-32.9	-34.2	-15.8	-13.0	-7.1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	27.6	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-12.5	-11.5	30.1	62.3	-36.0	-50.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

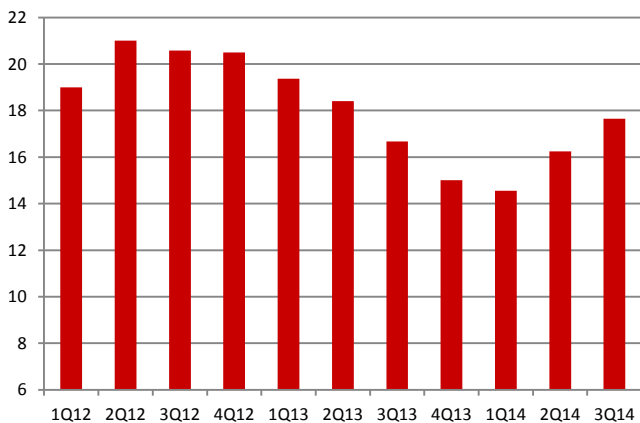
Załącznik: Tło rynkowe

Rynek mieszkaniowy

Oferta mieszkaniowa Marvipolu obejmuje jedynie projekty zlokalizowane w Warszawie. Według danych opublikowanych przez REAS na koniec 3Q14 oferta mieszkaniowa Warszawy wynosiła 17.7tys mieszkań (+9% k/k oraz +6% r/r). Wskutek zwiększenia oferty mieszkaniowej wydłużeniu uległ przeciętny czas wyprzedaży oferty mieszkaniowej do blisko 13 miesięcy (w porównaniu do 11 miesięcy w 1H14).

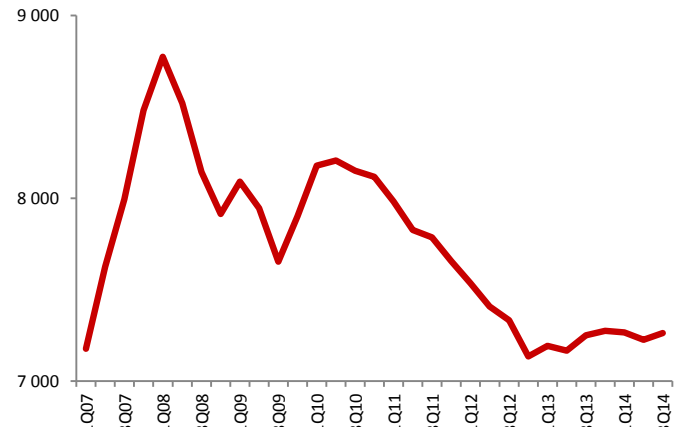
W wyniku spadku średnich cen transakcyjnych oraz krótszemu przeciętnemu czasowi wyprzedaży oferty mieszkaniowej w ostatnich kwartałach zauważalna była stabilizacja średnich cen transakcyjnych mieszkań. Zwracamy uwagę, że obecne średnie ceny dla Warszawy w ciągu ostatnich 12 miesięcy pozostawały na stabilnym poziomie PLN 7,262/mkw.

Wykres 20. Oferta mieszkaniowa na rynku warszawskim (tys.)



Źródło: REAS, DI Investors

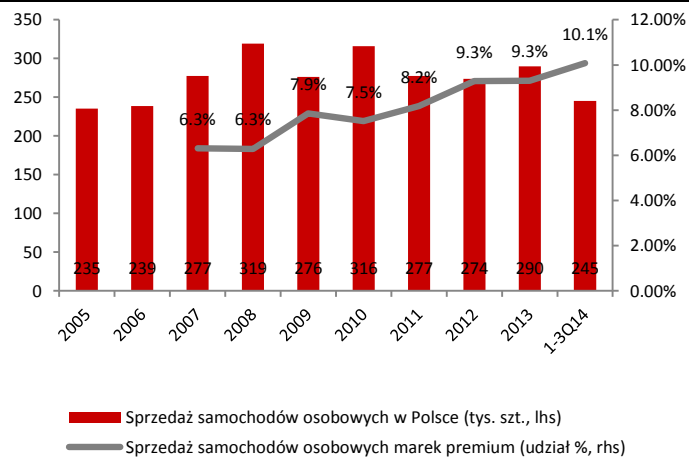
Wykres 21. Średnia cena transakcyjna na warszawskim rynku mieszkaniowym (PLN)



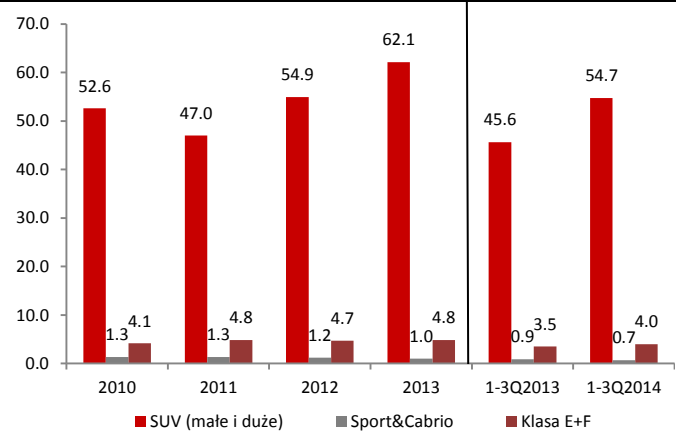
Źródło: Amron-Sarfin, DI Investors

Rynek motoryzacyjny

Obecna oferta Marvipolu obejmuje samochody należące do segmentu premium oraz luksusowego: Jaguar, Land Rover, Aston Martin, Lotus. Jako głównych konkurentów dla spółki wskazujemy na następujące marki: BMW, Audi, Mercedes, Volvo, Lexus, Porsche. Według danych Polskiego Związku Przemysłu Motoryzacyjnego w 2013 zarejestrowano w Polsce 289tys. nowych samochodów osobowych, co stanowiło wzrost o 6% r/r. Z kolei w ciągu 1-3Q14 zarejestrowano 245 tys. nowych aut, co w porównaniu do 213 tys. w 1-3Q13 daje wzrost na poziomie 15%. Jednocześnie w 2013 zarejestrowano blisko 27 tys. nowych aut klasy premium, a w 1-3Q14 24.7 tys. W efekcie od 2007 systematycznie rośnie udział samochodów premium w całkowitej liczbie zarejestrowanych nowych samochodów. W 2013 odsetek ten wyniósł 9.3% (porównywalnie r/r, jednak istotnie powyżej poziomu z 2008 – 6.3%) a w 1-3Q14 aż 10.1%.

Wykres 22. Rejestracja nowych aut osobowych (tys. szt.)


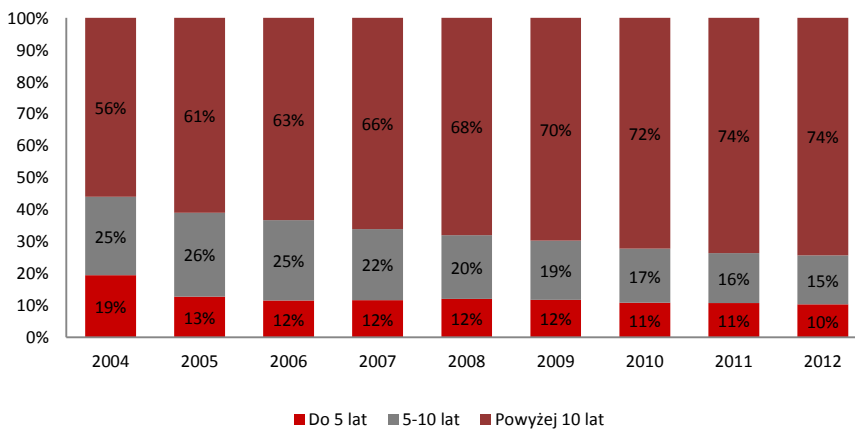
Źródło: PZPM, DI Investors

Wykres 23. Sprzedaż aut osobowych, segmenty (tys. szt.)


Źródło: PZPM, DI Investors

Segmenty E (klasa wyższa średnia) oraz F (samochody luksusowe) ze względu na grupę docelową oraz cenę charakteryzują się niskimi, lecz stabilnymi wolumenami – ich sprzedaż utrzymuje się na stabilnym poziomie niecałych 5tys. aut rocznie. Z kolei klasa G (Sport oraz Cabrio) odnotowuje trend spadkowy zauważalny od 2010 roku. W Polsce sprzedaje się za to coraz więcej samochodów typu SUV. W latach 2011-2013r. średnioroczny wzrost sprzedaży wyniósł blisko 15%. Utrzymanie trendów dla wymienionych segmentów potwierdzają wyniki 1-3Q14, w którym sprzedaż klasy E+F oraz SUV wzrosła odpowiednio do 4 tys. szt. (wzrost o 14% r/r z 3.5tys. w 1-3Q13) oraz 54.7 tys. szt. (wzrost 20% r/r z 45.6 tys. szt. w 1-3Q13), a Sport & Cabrio zmalała do 0.7 tys. szt. (spadek o 22% z 0.9 tys. szt. w 1-3Q2013).

Na polskim rynku samochodów osobowych widoczny jest trend starzenia się parku samochodowego. Udział aut osobowych starszych niż 10 lat systematycznie rośnie od 2004 r. osiągając w 2012 wartość niemal trzech czwartych wszystkich pojazdów.

Wykres 24. Struktura wiekowa parku samochodowego w Polsce (tys. szt.)


Źródło: PZPM, DI Investors

Załącznik: Założenia i prognozy

Tabela 24. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	376.2	378.0	506.0	718.6	631.8	703.2
Działalność deweloperska	82.3	94.2	210.5	362.2	251.7	226.5
Myjnie	9.9	9.4	9.7	9.8	10.1	10.5
Sprzedaż samochodów	226.8	243.5	268.2	327.2	356.1	452.4
Najem	0.0	7.3	5.9	7.5	7.8	7.8
Pozostałe	0.0	23.6	11.7	12.0	6.0	6.0
Usługi obce	78.2	94.4	198.0	318.9	226.0	207.4
Wartość sprzedanych towarów i usług	187.1	203.1	220.3	267.3	291.0	369.6
Pozostałe koszty operacyjne	40.7	44.1	51.2	52.5	57.6	61.7
EBITDA	73.1	39.8	40.0	82.9	60.4	68.0
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
EBIT	70.1	36.5	36.5	79.9	57.2	64.5
Działalność deweloperska	49.6	9.0	25.8	42.0	24.7	24.3
Myjnie	0.9	0.8	0.4	2.7	1.5	1.6
Sprzedaż samochodów	8.2	13.7	19.7	30.3	28.5	36.2
Najem	0.0	-0.3	-0.7	4.9	2.3	2.3
Pozostałe	11.4	13.4	-8.6	0.1	0.1	0.1
Koszty finansowe netto	9.5	14.1	15.5	19.6	16.1	8.8
Zysk przed opodatkowaniem	60.6	22.4	21.0	60.4	41.0	55.6
Podatek dochodowy	11.6	4.7	7.4	10.7	7.8	10.6
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Rentowność operacyjna (%)						
Działalność deweloperska	60%	10%	12%	12%	10%	11%
Myjnie	9%	8%	4%	28%	15%	15%
Sprzedaż samochodów	4%	6%	7%	8%	7%	7%
Najem	n.a.	-5%	-13%	65%	30%	30%

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

Tabela 25. Marvipol: Bilans (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa trwałe	165.0	180.0	156.3	154.9	175.9	182.9
Rzeczowe aktywa trwałe	36.7	57.0	59.5	57.9	78.9	85.9
Wartości niematerialne i prawne	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Nieruchomości inwestycyjne	113.3	83.8	76.9	76.9	76.9	76.9
Inne aktywa trwałe	14.2	38.2	19.0	19.2	19.2	19.2
Aktywa obrotowe	515.9	681.9	827.0	716.3	614.7	532.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2
Należności	35.5	30.1	72.4	59.1	63.6	80.6
Zapasy	460.8	645.9	715.3	554.9	484.9	436.4
Inne aktywa obrotowe	4.6	2.3	5.6	6.3	6.3	6.3
Aktywa razem	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Kapitały własne	190.3	217.4	247.8	297.4	330.7	375.7
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	340.0	297.8	322.0	384.3	266.4	123.1
Dług długoterminowy	313.5	271.6	284.2	346.8	228.9	85.7
Inne zobowiązania długoterminowe	26.5	26.2	37.8	37.5	37.5	37.5
Zobowiązania krótkoterminowe	150.6	346.8	413.5	189.5	193.6	216.6
Dług krótkoterminowy	16.7	131.1	68.7	0.9	0.9	0.9
Zobowiązania handlowe	75.5	89.3	168.8	134.9	137.6	163.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	58.4	126.3	176.0	53.7	55.1	52.5
Zobowiązania i kapitały własne	680.9	861.9	983.2	871.2	790.6	715.5
Dług brutto	330.3	402.7	352.9	347.7	229.8	86.6
Dług netto	315.2	399.2	319.2	251.7	169.9	77.3

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

Tabela 26. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przepływy z działalności operacyjnej	-147.4	-42.8	79.3	84.6	119.2	110.2
Zysk netto	49.1	17.7	13.6	49.7	33.2	45.1
Amortyzacja	2.9	3.3	3.5	3.0	3.2	3.6
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-181.6	-62.3	55.2	32.6	82.7	61.6
zmiana stanu zapasów	-178.7	-150.3	-43.2	176.1	83.0	55.6
zmiana stanu należności	14.4	3.3	-30.5	13.3	-4.5	-17.0
zmiana stanu zobowiązań	-17.4	84.6	128.9	-156.8	4.1	23.0
Inne zmiany niepieniężne	-17.7	-1.5	7.0	-0.7	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12.3	-2.9	15.0	-1.3	-24.3	-10.6
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-5.8	-2.9	-2.1	-1.3	-24.3	-10.6
Inne przepływy inwestycyjne	-6.4	-0.1	17.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	147.1	34.2	-64.2	-21.0	-130.9	-150.4
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	168.4	67.1	-50.1	-5.2	-117.9	-143.2
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-21.3	-32.9	-34.2	-15.8	-13.0	-7.1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	27.6	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-12.5	-11.5	30.1	62.3	-36.0	-50.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	15.1	3.6	33.7	95.9	59.9	9.2

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

Tabela 27. Marvipol: Założenia dotyczące segmentu motoryzacyjnego

	2013	2014P	2015P	2016P
Sprzedaż (Jaguar)	168	193	270	338
wzrost r/r (%)	-1%	15%	40%	25%
Sprzedaż (Land Rover)	780	897	1,121	1,402
wzrost r/r (%)	0%	15%	25%	25%
Pozostałe	20	20	21	22
wzrost r/r (%)	33%	5%	5%	5%
Razem (liczba sztuk)	968	1,110	1,413	1,762
wzrost r/r (%)		15%	27%	25%
Przychody (PLNm), w tym	268	327	354	450
Przychody ze sprzedaży samochodów		277	300	381
Przychody z tytułu usług,		50	54	69
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów		18%	18%	18%
Średnia cena samochodu (PLN)	277,072	249,521	212,093	216,335
Zmiana średniej ceny r/r (%)	0%	5%	-15%	2%

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), 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.).

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

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors 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.

DI Investors 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 DI Investors. 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors 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 DI Investors, DI Investors 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 DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors 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 ROZPOWŚSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWŚSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWŚSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALÉŻNE 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 gwarantuje przyszłych wyników. DI Investors 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.

DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM/EMITENTAMI W ZAKRESIE WSKAZANYM PONIŻEJ.

W trakcie procesu oferowania instrumentów finansowych – obligacji serii O i P, DI Investors sporządził raport kredytowy dotyczący działalności prowadzonej przez Emitenta, który był przygotowany przy lub we współpracy z Emitentem. DI Investors nie wyklucza, że informacje pozyskane wtedy, zostały wykorzystane przy przygotowaniu niniejszego dokumentu.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów w zakresie opisanym poniżej, w szczególności DI Investors pełnił funkcję oferującego obligacje serii O i P wyemitowanych przez spółkę Marvipol S.A. oraz prowadzi ewidencję tychże instrumentów finansowych.

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

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

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

DI INVESTORS 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 OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA/EMITENTÓW NA PODSTAWIE WSKAZANYCH POWYŻEJ UMÓW O ŚWIADCZENIE USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ W PRZYSZŁOŚCI Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI PROWADZENIA EWIDENCJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH.

DI Investors nie posiada bezpośrednio akcji Emitenta/Emitentów instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

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

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

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors 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.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem/emitentami, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez emitenta/emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez emitenta/emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors 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, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors 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.

Analizy DI Investors działały z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI INVESTORS, CZŁONKOWIE JEGO ORGANÓW ANI PRACOWNICY NIE PRZYJMĄ JAKIKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚCI (WYNIKAJĄCEJ Z ZANIEDBANIA LUB NA INNEJ ZASADZIE) ZA JAKIEKOLWIEK SZKODY WYNIKAJĄCE Z WYKORZYSTANIA NINIEJSZEGO DOKUMENTU LUB JEGO TREŚCI.

DI Investors 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.

DI Investors 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 następnej rekomendacji.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 2 rekomendację kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 3 rekomendacje Neutralnie, 1 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 100%. Ponadto, w okresie ostatnich 3 miesięcy DI Investors wydał w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner 5 raportów analitycznych (rekomendacji) bez wskazywania wprost określonego kierunku inwestycyjnego. Powyższe zostało ujęte w zestawieniu dotyczącym świadczonych przez DI Investors usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, wobec których instrumentów finansowych wydane zostały rekomendacje.

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 DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, 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 DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. 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 DI Investors.

Copyright © 2014 DI Investors S.A. i / lub jej 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 DI Investors 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 DI Investors 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 (SOTP)
- 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 uważa się 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.

KĄŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.