



Dom Maklerski BDM S.A.

MARVIPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki, które pokazała spółka w 3Q'14 były znacznie powyżej naszych wcześniejszych założeń, co było rezultatem dużo większej liczby oddanych do użytku mieszkań oraz bardzo dobrego miks sprzedażowego w segmencie motoryzacyjnym. Dosyć dobrych wyników spodziewamy się także w 4Q'14. Tym samym zakładamy, że Marvipol wypracuje w '14 ok. 753,7 mln PLN przychodów oraz blisko 52 mln PLN zysku netto, co będzie najlepszym wynikiem w historii spółki. Dobrych rezultatów należy też oczekiwać w '15. Wzrost sprzedaży wolumenowej w segmencie automotive do ok. 1,3 tys. szt. i przekazania ponad 610 mieszkań powinno pozwolić na osiągnięcie 731,8 mln PLN przychodów i 69,7 mln PLN EBITDA. Warto również podkreślić, że Marvipol bardzo mocno ogranicza zadłużenie netto, które na koniec 3Q'14 wynosiło 253,8 mln PLN (spadek względem 4Q'13 o 65,5 mln PLN; spodziewamy się, że na koniec '14 dług netto może być bliski 181,4 mln PLN). W naszej opinii na korzyść spółki wpływają również plany względem segmentu motoryzacyjnego (mocna rozbudowa sieci dilerkiej – 2 salony mogą być otwarte jeszcze w 1Q'15, pod koniec roku oczekujemy otwarcia nowego, dużego salonu w Warszawie). Zarząd ogłosił oficjalnie rozdzielenie segmentów oraz wprowadzenie działalności motoryzacyjnej na giełdę w 3Q'15, dzięki czemu struktura grupy będzie znacznie bardziej przejrzysta. Dlatego też podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Marvipolu i zalecamy budowę pozycji na walorach, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 9,99 PLN/akcję. Według naszych założeń spółka jest obecnie handlowana przy P/E na lata 2014-15 rzędu 6,0-7,5x, co oznacza że jest ona znacznie tańsza od podmiotów z branży deweloperskiej i automotive.

W naszej opinii segment deweloperski jest znacznie niedoszacowany, co wynika z wąskiego banku ziemi. Należy jednak wziąć pod uwagę, że Marvipol posiada pozwolenie na zabudowę całej działki przy ul. Kłobuckiej, dzięki czemu może przyspieszyć wprowadzanie do sprzedaży kolejnych etapów inwestycji, a tym samym uzupełnić ewentualną lukę w wynikach segmentu. Obecnie spółka prowadzi intensywne rozmowy w celu rozbudowy posiadanego banku ziemi, a pierwsze efekty powinny być widoczne w 1Q'15 (w ostatnich miesiącach deweloper pozyskał ok. 60,0 mln PLN z emisji obligacji).

Pozytywnie postrzegamy rozwój segmentu automotive. Rozbudowa sieci dilerkiej, wprowadzenie nowych modeli do oferty oraz ich niższe ceny powinny pozwolić na dalsze zwiększenie wolumenu sprzedaży (zakładamy ponad 1,1 tys. szt. w roku 2014 oraz powyżej 1,3 tys. w '15). W optymistycznym scenariuszu spółka celuje w sprzedaż nawet 2,0 tys aut w 2016 roku. Szansę na wzrost wolumenów sprzedaży dostrzegamy m.in. w rozpoczęciu w 2015 sprzedaży modelu Jaguara XE (konkurencja np. dla BMW 3) oraz rozszerzaniu palety modeli Land Rovera.

W kolejnych latach spodziewamy się ustabilizowania wyników operacyjnych. Według naszych założeń spółka będzie utrzymywać poziom kontraktacji i przekazań w okolicach 700-800 mieszkań (co w dużej mierze można zawdzięczać projektowi Central Park), a sprzedaż hurtowa samochodów będzie stopniowo zwiększać się do ponad 1,6 tys. szt. rocznie (przyjmujemy niższe założenia niż spółka, ale już 2015 rok może pokazać potencjał nowej gamy „tańszych” modeli). Liczymy również, że w długiej perspektywie spółka zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	354,4	494,3	753,7	731,8	712,2	698,4
EBITDA [mln PLN]	39,8	40,0	84,9	69,7	75,0	77,3
EBIT [mln PLN]	36,5	36,5	81,7	65,4	70,7	72,8
Zysk netto [mln PLN]	17,7	13,6	52,3	42,0	48,2	49,2
P/BV	1,45	1,27	1,06	0,93	0,81	0,74
P/E	17,7	23,1	6,0	7,5	6,5	6,4
EV/EBITDA	17,9	15,8	5,8	6,6	5,4	4,8
EV/EBIT	19,6	17,3	6,1	7,1	5,7	5,1
ROE	8,2%	5,5%	17,6%	12,4%	12,4%	11,6%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 9,99 PLN

19 STYCZNIA 2015

Wycena końcowa [PLN]	9,99
Potencjał do wzrostu / spadku	+32,0%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	7,57
Kapitalizacja [mln PLN]	314,5
Ilość akcji [mln. szt.]	41,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,12
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,45
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	13,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	10,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Książek Holding	71,6%
Pioneer Pekao	6,9%
TFI PZU	5,2%
Pozostali	16,6%

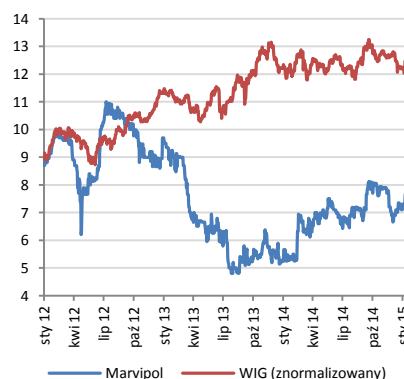
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
STRATEGIA GRUPY NA NAJBLIŻSZE LATA	4
WYCENA SOTP	5
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	13
WYNIKI ZA 3Q'2014	14
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	20
OTOCZENIE RYNKOWE.....	23
DANE FINANSOWE I WSKAŹNIKI.....	27

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Marvipol dokonaliśmy w oparciu o metodę SOTP, w której uwzględniamy wycenę segmentów deweloperskiego (na bazie metody DCF) oraz automotive (na bazie metody mnożnikowej), a także wartość biurowca Prosta (na bazie szacowanego exit yield), a następnie korygujemy o prognozowaną wartość zadłużenia netto na koniec '14. Metoda SOTP sugeruje **wartość 1 akcji na poziomie 9,99 PLN**, co daje wartość spółki na poziomie 415,1 mln PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Segment deweloperski	389,5	9,37
B	Segment automotive	126,7	3,05
C	Prosta Tower	80,4	1,94
D	dług netto 2014	181,4	4,37
E = A+B+C-D Wycena końcowa		415,1	9,99

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po bardzo udanym 3Q'14 spodziewamy się, że 4Q'14 będzie znacznie spokojniejszy w wykonaniu Marvipolu. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 168,4 mln PLN. Według naszych założeń wynik EBITDA grupy będzie bliski 11,4 mln PLN, co implikuje rentowność rzędu 6,8%. Na poziomie netto zakładamy wypracowanie 5,4 mln PLN zysku (+2,4 mln PLN r/r). W ujęciu całorocznym liczymy na skokowy wzrost przychodów do ok. 753 mln PLN (+259 mln PLN r/r). Powinno się to przełożyć na wzrost EBIT do niemal 81,7 mln PLN (+45 mln PLN r/r), a zysk netto będzie bliski 52,3 mln PLN.

Wyniki segmentu deweloperskiego w 3Q'14 były znacznie powyżej naszych oczekiwań, co było rezultatem dużo wyższej liczby przekazanych lokali niż zakładaliśmy. Spodziewamy się, że mocny będzie także 4Q'14. Liczymy, że Marvipolowi uda się przekazać blisko 180 mieszkań (przy uwzględnieniu transakcji sprzedaży 47 lokali na rzecz WAM), co pozwoli na wypracowanie ok. 88,1 mln PLN, przy jednoczesnej marży brutto rzędu 19,8%. Bardzo dobra kontraktacja mieszkań z projektu Kłobucka (266 sprzedanych lokali do końca 3Q'14) powinna sprawić, że w '15 deweloper odda do użytku ponad 610 mieszkań (konserwatywne założenia dla Central Parku). Zwracamy uwagę na fakt, że spółka już posiada pozwolenie na zabudowę całego gruntu dla projektu Kłobucka, dzięki czemu może przyspieszyć wprowadzenie do sprzedaży kolejnych etapów inwestycji. Grupa prowadzi także intensywne rozmowy ws. rozbudowy banku ziemi – na ten cel zostały wyemitowane 2 transze obligacji, a powiększenia gruntu spodziewamy się w 1Q'15.

Pozytywnie oceniamy również segment automotive. Pomimo przesunięcia dostaw nowego modelu Range Rovera na 1Q'15, przychody ze sprzedaży aut w '14 powinny wzrosnąć do 338,6 mln PLN (podobnie jak wolumen, który może być bliski 1120 szt.). Wzrost przychodów będzie miał również przełożenie na wynik segmentu – spodziewamy się, że rentowność EBIT w '14 będzie bliska 8,0%. Znacznie lepszy powinien okazać się '15. Według naszych założeń wprowadzenie do oferty 2 nowych modeli wzrost sprzedaży do ok. 1,3 szt., dzięki czemu przychody podniosłyby się do 421,0 mln PLN, a EBIT wzrósłby do 31,1 mln PLN. W naszej opinii rozbudowa sieci dilerskiej (szacujemy uruchomienie min. 3 placówek w '15), wprowadzenie do sprzedaży modeli z niskolitrażowym silnikiem oraz uruchomienie blacharni i lakierni może pozwolić na zrealizowanie strategii wolumenowej, którą przedstawił zarząd grupy.

Według naszych założeń spółka będzie utrzymywać poziom kontraktacji i przekazania w okolicach 700-800 mieszkań, a sprzedaż hurtowa samochodów będzie stopniowo zwiększać się do ponad 1,6 tys. szt. rocznie. Uważamy, że obecna wycena rynkowa jest dobrą okazją do budowania pozycji na walorach spółki, dlatego też podtrzymujemy zalecenie Kupuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 9,99 PLN. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2014-15 przy P/BV na pułapie 1,0-0,9x oraz P/E w 2014-15 rzędu 6,0-7,5x. Cena docelowa implikuje P/E rzędu 7,9x w 2014 i 9,9x w roku 2015.

STRATEGIA GRUPY NA NAJBLIŻSZE LATA

W ogłoszonej niedawno strategii spółki na pierwszy plan wysuwa się rozdzielenie zasadniczych segmentów operacyjnych i utworzenie dwóch niezależnych podmiotów notowanych na warszawskim parkiecie. Zarząd Marvipolu zamierza również wyłączyć segment myjni ze struktury grupy. Najważniejszym celem dla dewelopera jest obecnie stworzenie czytelniejszej struktury organizacyjnej, co ma docelowo pozwolić na łatwiejszą ocenę spółki i wzrost jej wartości.

Segment automotive

Władze Marvipolu podjęły decyzję (za zgodą JLR) o wydzieleniu w formie spółki M Automotive Holding S.A. działalności motoryzacyjnej. Proces ma być przeprowadzony najwcześniej na przełomie 2-3Q'15. Dotychczasowi akcjonariusze grupy mają stać się jednocześnie akcjonariuszami spółki motoryzacyjnej. Dominującym podmiotem w akcjonariacie ma być Książek Holding, kierowany przez prezesa grupy, Mariusza Książka. Na chwilę obecną wydzielenie ma odbyć się bez emisji akcji.

Marvipol określił także główne założenia rozwoju segmentu. Najbliższe 3 lata mają ugruntować pozycję marek Jaguar i Land Rover na krajowym rynku, co przede wszystkim ma być widoczne poprzez skokowe zwiększenie wolumenu sprzedawanych aut do 2 tys. szt. już w roku 2016. Na tak dużą poprawę mają złożyć się dwa czynniki. Po pierwsze, obecna oferta ma być poszerzona o min. 7 modeli, w tym o litrażu silnika <2.0 l, co pozwoli na oszczędności podatkowe dla nabywcy, a jednocześnie spowoduje obniżenie średniej ceny samochodu. Po drugie, Marvipol zamierza mocno rozbudować sieć dealerską. Obecnie w jej skład wchodzi 10 salonów, jednak do końca '16 ma ich być 14-16, a docelowo w 2019 liczba placówek ma wzrosnąć do 19 na terenie całego kraju.

W ramach rozbudowy spółka zamierza przede wszystkim otworzyć trzeci salon własny w Warszawie, a także zwiększyć zdolności serwisowe poprzez uruchomienie własnej blacharni, co ma pozwolić na zwiększenie wysokomarżowych dochodów ze świadczonych usług. W planach jest też modernizacja dilerów własnych w Łodzi i Trójmieście. Na początku '15 powinny również zostać otworzone placówki w Bydgoszczy i Bielsku-Białej. Wprowadzone mają być także usługi finansowe pod nazwą JLR Finance oraz sieć sprzedażowa samochodów używanych. Łączne planowane wydatki inwestycyjne w okresie 2014-18 mają wynieść ok. 50 mln PLN (wcześniej spółka zakładała wydatki na poziomie 60 mln PLN). Podstawowym celem finansowym jest utrzymanie marży EBIT powyżej 8%, a także utrzymanie długu netto w relacji do EBITDA poniżej 2x. W długim okresie czasu (po zakończeniu procesu inwestycyjnego) wypłacana ma być również dywidenda, o ile nie spowoduje to wzrostu zadłużenia netto.

Segment deweloperski

Na ostatniej konferencji wynikowej Marvipol określił także założenia dla segmentu deweloperskiego. Zarząd grupy zakłada ugruntowanie pozycji na warszawskim rynku mieszkaniowym i docelowo chce być w trójce największych giełdowych podmiotów, działających w stolicy. Obecnie władze pracują nad rozbudową banku ziemi – prawdopodobne jest nabycie 2 działek, które mają pozwolić na wybudowanie ok. 60,0 tys. m² PUM. W tym celu w 3-4Q'14 zostały wyemitowane 2 serie o obligacji o łącznej wartości ok. 60,0 mln PLN. Docelowo Marvipol chce wskoczyć na poziom kontraktacji i przekazania ok. 700-800 mieszkań rocznie, na co miałyby pozwolić projekty z negocjowanych działek oraz projekt Central Park (spółka posiada pozwolenie na zabudowę całego gruntu). Jednym z celów jest również utrzymanie marży operacyjnej segmentu powyżej 10% oraz wskaźnika zadłużenia netto do kapitału własnego w przedziale 0,8-1,0x.

WYCENA SOTP

WYCENA SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO

Do wyceny segmentu deweloperskiego wykorzystaliśmy metodę DCF na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2.

Dla celów porównawczych przedstawiliśmy także wycenę segmentu na bazie metody mnożnikowej na bazie wskaźników P/E oraz P/BV.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać ok. 920 mieszkań w 2014 r., a w 2015 ok. 610 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował na poziomie ok. 700-800 mieszkań. Zakładamy również, że Marvipol zakontraktuje w latach 2014-15 ok. 780 i 680 lokali, a w długim terminie poziom ten zwiększy się do 800 lokali. Marża brutto projektów deweloperskich po okresie szczegółowej prognozy (2014-15) będzie bliska 20%.
- Spółka posiada pozwolenie na budowę dla całego gruntu przy ul. Kłobuckiej, co sprawia, że nie mamy większych obaw o wyniki segmentu. W przypadku nabycia 1-2 działek w 1H'15 nasze założenia oceniamy jako konserwatywne, zwłaszcza jeśli chodzi o wolumen kontraktacji i przekazania.
- W segmencie poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów.
- Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach. W kapitale obrotowym uwzględniamy także otrzymywane od klientów zaliczki, a następnie korygujemy o wynik EBIT.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 19.01.2015.

Model DCF segmentu deweloperskiego

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	294,6	286,5	262,5	281,6	292,1	300,9	309,2	317,0	324,4	331,5
EBIT [mln PLN]	28,7	35,6	36,8	38,9	39,7	41,3	40,2	39,6	39,7	39,6
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,5	6,8	7,0	7,4	7,5	7,9	7,6	7,5	7,6	7,5
NOPLAT [mln PLN]	23,3	28,8	29,8	31,5	32,1	33,5	32,6	32,1	32,2	32,1
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
CAPEX [mln PLN]	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5,4	44,4	1,9	7,7	7,1	4,3	1,3	1,5	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	16,9	72,2	31,0	38,6	38,7	37,5	33,6	33,4	31,2	31,1
DFCF [mln PLN]	15,7	62,1	24,6	28,1	25,9	22,9	18,7	17,0	14,4	13,1
Suma DFCF [mln PLN]	242,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	349,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	146,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]*	389,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	-26,0%	-2,7%	-8,4%	7,3%	3,7%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%
EBIT zmiana r/r	-39,5%	23,9%	3,5%	5,6%	2,1%	4,2%	-2,7%	-1,5%	0,3%	-0,4%
FCF zmiana r/r	-27,0%	326,5%	-57,1%	24,5%	0,4%	-3,3%	-10,3%	-0,6%	-6,6%	-0,4%
Marża EBITDA	10,1%	12,7%	14,4%	14,1%	13,9%	14,1%	13,3%	12,8%	12,6%	12,2%
Marża EBIT	9,7%	12,4%	14,0%	13,8%	13,6%	13,7%	13,0%	12,5%	12,3%	11,9%
Marża NOPLAT	7,9%	10,1%	11,4%	11,2%	11,0%	11,1%	10,5%	10,1%	9,9%	9,7%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
CAPEX / Amortyzacja	181,7%	206,5%	171,2%	164,0%	145,2%	132,6%	125,5%	119,4%	112,2%	104,9%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	-15,5%	-0,7%	-2,8%	-2,4%	-1,4%	-0,4%	-0,5%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,2%	553,0%	8,1%	-40,6%	-67,3%	-48,6%	-15,3%	-19,1%	11,8%	13,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	64,4%	65,5%	70,2%	79,9%	85,3%	86,7%	90,9%	93,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	35,6%	34,5%	29,8%	20,1%	14,7%	13,3%	9,1%	6,1%	0,0%	0,0%
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,9%	9,2%	9,3%	9,5%	9,7%	10,0%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *w wycenie SOTP bierzemy pod uwagę wartość segmentu przed korektą o dług

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym

		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	403,6	408,6	414,7	422,6	433,1	447,8	469,5	505,4	575,5
	0,8	397,1	401,5	406,9	413,8	422,8	435,0	452,6	480,3	529,8
	0,9	390,9	394,8	399,6	405,6	413,4	423,7	438,2	460,0	496,6
	1,0	385,0	388,5	392,7	398,0	404,8	413,6	425,7	443,3	471,2
	1,1	379,3	382,5	386,3	390,9	396,8	404,4	414,6	429,0	451,0
	1,2	373,9	376,7	380,2	384,3	389,5	396,0	404,7	416,7	434,3
	1,3	368,7	371,3	374,3	378,0	382,6	388,3	395,8	405,8	420,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko/ wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym

		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	402,3	407,1	413,1	420,8	431,0	445,1	465,9	499,9	565,0
	4%	387,3	391,0	395,4	401,0	408,1	417,5	430,5	449,6	480,7
	5%	373,9	376,7	380,2	384,3	389,5	396,0	404,7	416,7	434,3
	6%	361,8	364,0	366,7	369,8	373,7	378,4	384,5	392,5	403,6
	7%	350,6	352,4	354,5	357,0	359,9	363,5	367,9	373,6	381,0
	8%	340,4	341,8	343,5	345,5	347,7	350,5	353,8	357,9	363,1
	9%	330,8	332,0	333,4	334,9	336,7	338,9	341,4	344,5	348,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość model DCF: beta/premia za ryzyko

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	449,4	440,5	436,2	432,3	428,8	425,5	422,5	419,7	417,1
	4%	429,7	419,9	415,7	412,0	408,6	405,6	402,8	400,3	398,0
	5%	413,1	402,8	398,8	395,3	392,2	389,5	387,0	384,7	382,6
	6%	398,9	388,1	384,4	381,2	378,4	375,9	373,7	371,7	369,8
	7%	386,4	375,3	371,9	369,0	366,5	364,2	362,2	360,4	358,8
	8%	375,3	363,9	360,8	358,2	355,9	353,9	352,1	350,5	349,0
	9%	365,3	353,7	350,9	348,5	346,4	344,6	342,9	341,5	340,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

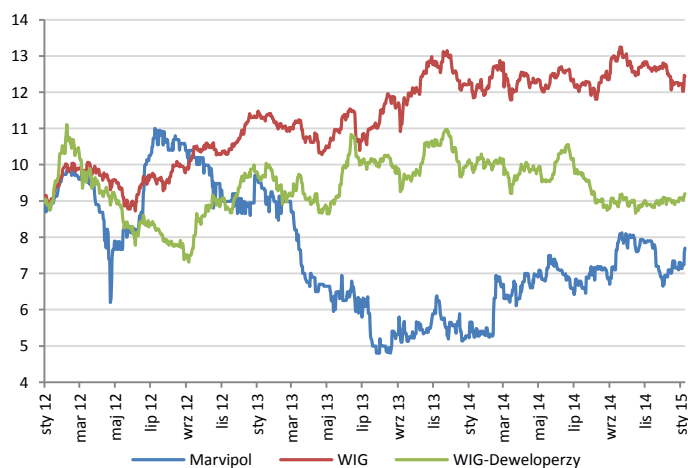
Wycena porównawcza dla segmentu deweloperskiego została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-16. W wycenie uwzględniliśmy duże polskie i zagraniczne podmioty. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). Waga kolejnych lat jest jednakowa (po 50%). Wycena segmentu deweloperskiego metodą porównawczą sugeruje jego wartość na **249,6 mln PLN**. Ze względu na ograniczoną porównywalność podmiotów, spory rozrzut pomiędzy wycenami dla poszczególnych lat oraz duże znaczenie kapitału obrotowego dla wyceny DCF, co nie jest ujmowane w wycenie porównawczej, jako końcową wartość wyceny segmentu przyjmujemy wartość uzyskaną metodą DCF.

Wycena porównawcza segmentu deweloperskiego

	P/E		P/BV	
	2015	2016	2015	2016
PIK Group	10,7	8,3	2,5	1,9
Kaufman & Broad	13,8	11,4	2,3	1,9
Taylor & Wimpey	9,8	8,5	2,4	2,4
Bovis Homes	8,5	7,4	1,5	1,4
Barratt Developments	8,1	6,9	1,2	1,0
Persimmon	8,2	7,6	1,1	1,0
Dom Development	15,1	11,0	1,2	1,2
Robyng	16,5	10,9	1,2	1,3
Mediana	10,3	8,4	1,4	1,3
Wycena wg wskaźnika	243,5	200,0	280,1	274,8
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	221,7		277,4	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena 1 akcji [PLN]	249,6			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg wartości dla segmentu deweloperskiego

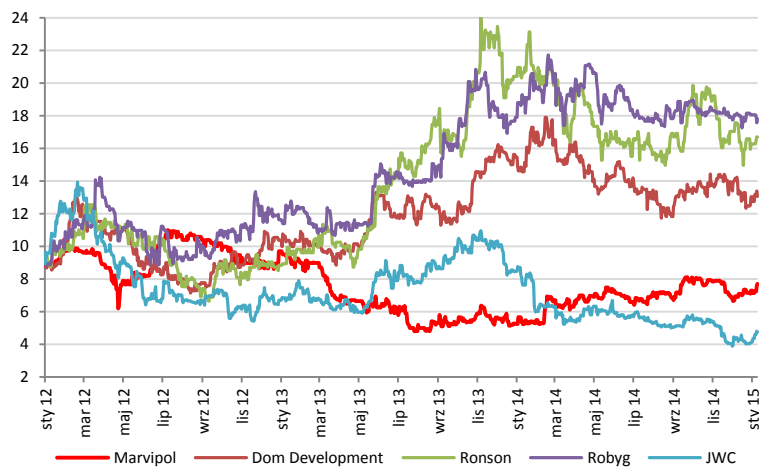
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Po kilkumiesięcznej odbudowie wartości, kurs Marvipolu ponownie mocno stracił i znajduje się znacznie poniżej indeksów WIG i branżowego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

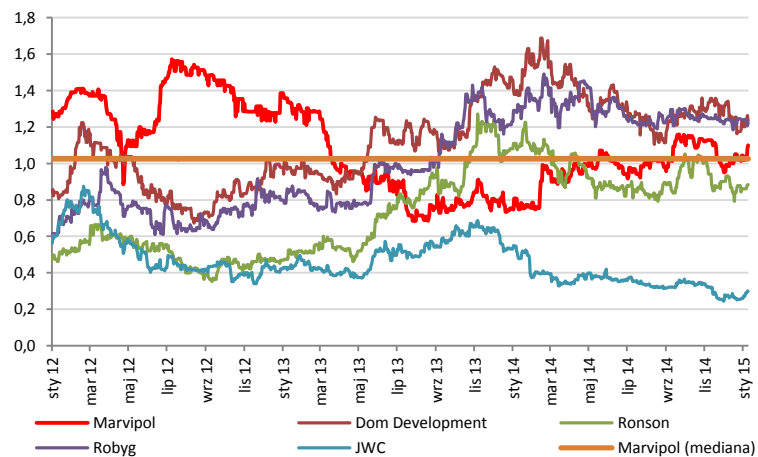
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Również względem największych giełdowych spółek, kurs Marvipolu zachowuje się słabiej.

Porównanie zachowania P/BV Marvipolu na tle głównych konkurentów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość wskaźnika P/BV wskazuje, że względem największych podmiotów w sektorze Marvipol jest notowany z dyskontem.

WYCENA SEGMENTU AUTOMOTIVE

Główne założenia dla segmentu:

- Spodziewamy się, że Marvipol sprzeda w roku 2014 blisko 1,1 tys aut, natomiast roku 2015 liczba wzrośnie do ponad 1,3 tys szt. W długiej perspektywie przyjmujemy docelowy poziom sprzedaży na poziomie 1600 samochodów. Nasze założenie są dużo bardziej konserwatywne niż plany spółki, która chce w 2016 roku osiągnąć wolumen sprzedaży przekraczający 2,0 tys szt. Uważamy, że realizacja tych założeń będzie zależeć głównie od przyjęcie nowych modeli przez rynek (m.in. zejście z ofertą Jaguara do segmentu BMW serii 3 czy Mercedesa klasy C oraz rozszerzenie palety Land Rovera).
- Spółka zakłada, że realizacja planu inwestycyjnego na lata 2014-18 (m.in. rozwój sieci dealerskiej, uruchomienie trzeciego salonu własnego, infrastruktura IT, inwestycje w usługi finansowe i posprzedażowe) będzie kosztować blisko 55 mln PLN.

Założenia dotyczące segmentu automotive

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sprzedaż aut [tys szt]	0,95	1,11	1,38	1,44	1,47	1,50	1,53
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	268,2	338,6	421,0	409,3	419,4	429,7	440,2
EBITDA [mln PLN]	21,0	28,2	32,5	31,3	32,0	33,2	33,5
EBIT [mln PLN]	19,7	27,2	31,1	29,6	30,4	30,8	31,4
Zysk brutto [mln PLN]	19,7	26,2	30,0	29,0	30,4	30,8	31,4
Zysk netto [mln PLN]	16,0	21,2	24,3	23,5	24,6	25,0	25,5
Amortyzacja [mln PLN]	1,3	0,9	1,4	1,7	1,6	2,4	2,1
CAPEX [mln PLN]	0,0	0,2	20,4	26,2	8,7	2,4	2,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-	-43,4	-1,6	-4,3	1,1	-1,2	-0,4
Przychody zmiana r/r	10,1%	26,2%	24,3%	-2,8%	2,5%	2,5%	2,4%
Marża EBITDA	7,8%	8,3%	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,6%
Marża EBIT	7,3%	8,0%	7,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%
Marża netto	5,9%	6,3%	5,8%	5,7%	5,9%	5,8%	5,8%

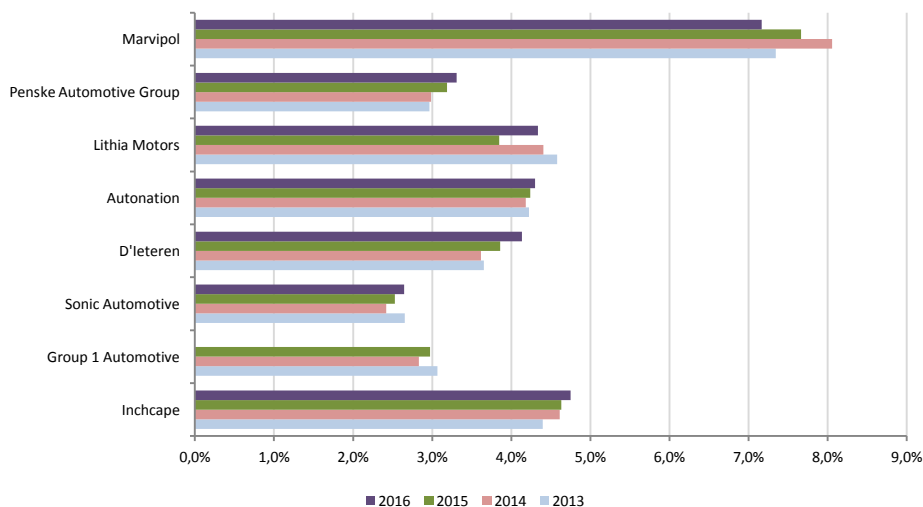
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza porównawcza segmentu automotive

	P/E			EV/EBITDA			P/BV		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
INCHCAPE	14,5	13,7	12,7	8,7	8,0	7,3	1,8	1,6	1,4
GROUP 1 AUTOMOTIVE	15,1	13,8	12,9	8,8	7,9	-	2,1	1,8	1,6
SONIC AUTOMOTIVE	13,7	12,3	11,4	7,6	7,0	6,3	2,2	1,9	1,6
D'IETEREN	17,3	12,5	10,9	6,8	6,2	5,5	0,9	0,9	0,8
AUTONATION	16,1	15,0	14,0	9,3	8,6	7,9	3,2	2,7	2,3
LITHIA MOTORS	17,2	14,0	12,6	9,8	7,6	6,6	3,4	2,8	2,4
PENSKE	14,7	12,8	11,8	9,5	8,3	7,5	2,4	2,1	1,9
Mediana	15,1	13,7	12,6	8,8	7,9	6,9	2,2	1,9	1,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marży EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wyceny segmentu automotive Marvipolu dokonaliśmy na bazie wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2014-15. Jest to podejście zachowawcze, co wynika z sezonowości realizacji założeń oraz od przyjęcia nowych modeli przez polski rynek. Mediana dla grupy porównawczej dla EV/EBITDA za 2014 rok wynosi 8,8x (w '15 7,9x). Ciągłe podtrzymujemy nasze konserwatywne podejście dotyczące dyskonta, które utrzymaliśmy w wysokości 50% (z jednej strony mamy do czynienia ze znaczną różnicą między historyczną średnią marżą EBITDA a obecnymi wynikami segmentu oraz wrażliwością wyników na przesunięcia w dostawach nowych modeli, a z drugiej zbliża się termin rozdzielenia segmentów). Przy zastosowaniu powyższej metodologii wartość segmentu automotive ustaliliśmy na poziomie **126,7 mln PLN**. W przypadku utrzymania powtarzalności obecnych wyników dostrzegamy duży potencjał do podniesienia naszej wyceny (zwracamy uwagę, że EBIT segmentu w 1-3Q'14 jest o 39% wyższy niż w 1-3Q'13 i 87% wyższy niż w 1-3Q'12).

Wycena segmentu automotive

	2014	2015
EBITDA [mln PLN]	28,2	32,5
Mnożnik EV/EBITDA	8,8	7,9
waga roku	50%	50%
dyskonto		-50%
Wycena [mln PLN]	126,7	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA BIUROWCA PROSTA

Wycenę biurowca dokonaliśmy na podstawie prognozowanego przez nas NOI, który jest następnie dzielony przez przyjęty przez nas *exit yield*. Stosowana przez nas stopa kapitalizacji wynosi 7,25%. Jest ona dużo wyższa aniżeli średnia rynkowa stopa dla centrum Warszawy. Naszym zdaniem obecny remont związany z budową drugiej nitki metra oraz otoczenie innych biurowców stawia w dosyć niekorzystnym świetle Prosta Tower. Niemniej, po zakończeniu prac budowlanych, będziemy skłonni do obniżenia wartości *exit yield*. Obecnie biurowiec generuje ok. 10 mln PLN przychodów rocznie przy ok. 90% wynajętej powierzchni. Do wyliczenia NOI przyjęliśmy średnią marżę dla obiektów biurowych (na podstawie marż deweloperów komercyjnych). Otrzymana przez nas wartość rynkowa budynku wynosi **80,4 mln PLN**.

W przyjętych przez nas założeniach oparliśmy się na obecnych rynkowych stopach zwrotu. Z danych dostarczonych przez Colliers obecne stopy kapitalizacji dla rynku biurowego w centrum Warszawy mieszczą się w przedziale 6-6,25%, natomiast poza centrum miasta wahają się pomiędzy 7-7,75%. Przyjęty przez nas *exit yield* jest założeniem konserwatywnym i można oczekiwać obniżenia przyjętej wartości.

Podsumowanie wyceny Prosta Tower

Prognozowany NOI	5,8
Exit Yield	7,25%
Wartość rynkowa	80,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Zadłużenie spółki**

W relacji do EBITDA negatywnie prezentuje się zadłużenie netto spółki (3x). Spodziewamy się jednak, że spółka podtrzyma obecną tendencję obniżania długu netto w kolejnych kwartałach, dzięki czemu na koniec '14 zadłużenie netto do kapitałów własnych byłoby bliskie 0,6x. Bardzo możliwa jest również sprzedaż biurowca Prosta, co mogłoby wygenerować ok. 80-102 mln gotówki (wyższa z wartości dotyczy wartości księgowej biurowca).

▪ **Opóźnienia w premierach i dostawach nowych modeli aut**

Przesunięcie w czasie dostaw aut może spowodować spadek sprzedawanych modeli, a tym samym obniżenie wyników. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w 4Q'14, kiedy JLR przesunęło globalne dostawy nowego Range Rovera na początek '15. W przypadku Marvipolu skutkowało to obniżeniem prognoz wolumenowych segmentu (spadek z 1,2 tys. do ponad 1,0 tys. sztuk).

▪ **Dwuprzmiotowa forma działalności**

Mało przejrzyste w oczach inwestorów może wyglądać prowadzenie przez spółkę dwóch segmentów działalności: sprzedaży samochodów oraz sprzedaży mieszkań. Może to mieć szczególne znaczenie w przypadku inwestorów instytucjonalnych. Nowa strategia ogłoszona niedawno przez spółkę zakłada rozdzielenie obu przedmiotów działalności w 2H'15.

▪ **Ryzyko opóźnień w procesie budowy**

Spółka zleca budowę generalnym wykonawcom, którzy odpowiadają za realizację inwestycji oraz uzyskanie stosownych pozwoleń. Wszelkie opóźnienia rzutują na rozpoczęcie przekazania, a tym samym wypracowane wyniki.

▪ **Wejście w życie rekomendacji S**

Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nałożyła obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciąganych kredytach mieszkaniowych od 1 stycznia 2014 r. Od 1 stycznia 2015 r. wkład własny wzrósł do 10%. Może to ograniczyć liczbę kupujących wśród tych rodzin, których nie stać na wniesienie wymaganego progu gotówki.

▪ **Wpływ ustawy deweloperskiej**

Czynnik prawny jest w sytuacji warszawskiego dewelopera bardzo istotny, ponieważ ustawa nakłada na spółki całego sektora obowiązek otwierania rachunków powierniczych, na których będą przechowywane środki pieniężne z tyt. zaliczek od nabywców lokali aż do momentu ich przekazania.

▪ **Programy rządowe wspierające zakup mieszkania**

Jest to czynnik specyficzny dla polskiego rynku. Kolejny już państwowy program wsparcia młodych osób chcących nabyć mieszkanie (obecnie MdM, wcześniej RnS), powoduje skokowe zwiększenie sprzedaży lokali. Należy jednak mieć na uwadze, że większość mieszkań oferowanych w Warszawie nie spełnia warunków limitu cenowego (6,1 tys. PLN/m²). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku.

▪ **Konkurencja rynkowa**

Większość deweloperów giełdowych skupia swoje działania na rynku warszawskim, którego obecna oferta wynosi ok. 10 tys. lokali. Biorąc pod uwagę tak silną konkurencję, należy się liczyć z walką cenową.

▪ **Ryzyko walutowe**

Spółka jest narażona na ryzyko kursowe, które wiąże się z zakupem samochodów i części samochodowych wyrażonych w walutach obcych (głównie funt brytyjski i euro). Przy obecnej skali działalności zmiana kursu walutowego o 5% spowodowałaby zmianę zysku netto o ok. 1,2 mln PLN.

▪ **Niski free float**

Free float stanowi prawie 28,4%. Niemal 71,6% udziałów znajduje się w rękach prezesa spółki, Mariusza Książka. Powyżej 5,0% mają również TFI PZU i Pioneer Pekao Management.

WYNIKI ZA 3Q'2014

Marvipol zaprezentował znacznie lepsze wyniki za 3Q'14. Przede wszystkim przychody ze sprzedaży wzrosły o 174,0 mln PLN, co oznacza 3-krotną poprawę r/r. Na poziomie EBITDA zysk podniósł się do 27,9 mln PLN (+527% r/r). Grupa wykazała także skokowy wzrost skonsolidowanego zysku netto, który był bliski 17,7 mln PLN, co implikuje rentowność netto rzędu 6,9%. W ujęciu 1-3Q'14 Marvipol osiągnął 585,3 mln PLN przychodów, 71,4 mln zysku operacyjnego i 46,9 mln PLN wyniku netto.

Na tak dobre wyniki finansowe zdecydowany wpływ wywarł segment deweloperski. Spółka przekazała 444 mieszkania, generując 172,8 mln PLN przychodów. Złożyły się na to przede wszystkim dwa projekty: Apartamenty Mokotów Park, którego średnia rentowność jest bliska 21,7% oraz Art. Eco. Warto zauważyć, że w przypadku Art. Eco rentowność wykazana w 3Q'14 była na poziomie 4,9%. Obecnie jednak deweloper sprzedaje lokale przy dużo wyższej cenie, dzięki czemu w kolejnych kwartałach można spodziewać się lepszej marży. Jednocześnie marża operacyjna segmentu wyniosła 11,6%.

Stabilne wyniki zaprezentował także segment motoryzacyjny. Przy hurtowej sprzedaży 232 samochodów, Marvipol miał 81,4 mln PLN przychodów, co w dużej mierze zawdzięcza dobremu mikrowi sprzedaży. Wynik operacyjny automotive wyniósł 5,6 mln PLN, co oznacza poprawę o 7,7% r/r. Od początku roku łączne przychody są bliskie 262,3 mln PLN, a EBIT 25,8 mln PLN.

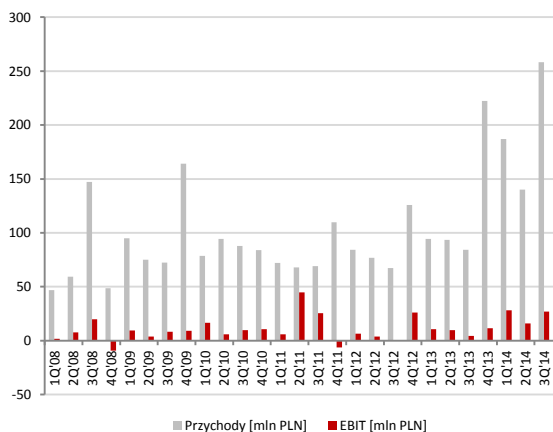
Większe wpływy generował także segment najmu (biurowiec Prosta), a stabilnie zachowywał się segment myjni. Pomimo nasycenia rynku myjni, działalność ta generuje średnio 2,3 mln PLN przychodów co kwartał. Lepiej prezentują także wyniki Prostej. Marvipol zdołał zwiększyć poziom wynajęcia do ok. 95%, co pozwoliło osiągnąć 1,4 mln PLN wyniku finansowego, przy wzroście marży do 69%.

Wyniki skonsolidowane Marvipol za 3Q'14 i 2013 rok [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	84,2	258,2	206,7%	272,0	585,3	115,1%	354,4	494,3	39,5%
segment deweloperski	10,9	172,8	1487,0%	61,1	310,0	407,8%	94,2	210,5	123,5%
segment motoryzacyjny	69,5	81,4	17,0%	199,4	262,3	31,5%	243,5	268,2	10,1%
myjnie	2,2	2,1	-7,0%	7,2	7,4	3,1%	9,4	9,7	3,5%
najem	1,5	2,0	27,8%	4,4	5,5	26,0%	7,3	5,9	-20,0%
Wynik segmentu	4,3	27,0	527,2%	24,0	71,3	196,5%	23,1	45,1	95,2%
segment deweloperski	1,5	20,0	1272,4%	5,5	39,9	621,1%	9,0	25,8	187,1%
segment motoryzacyjny	5,2	5,6	7,7%	18,5	25,8	39,2%	13,7	19,7	43,8%
myjnie	-0,1	0,0	-	0,3	2,0	573,0%	0,8	0,4	-53,2%
najem	-2,3	1,4	-	-0,3	3,6	-	-0,3	-0,7	-
EBITDA	5,4	27,9	415,3%	27,6	73,5	166,7%	39,8	40,0	0,7%
EBIT	4,5	27,1	496,9%	24,9	71,4	186,3%	36,5	36,5	0,2%
Wynik brutto	-0,1	21,9	-	13,9	56,9	310,2%	22,4	21,0	-6,3%
Wynik netto	0,0	17,7	49111,1%	10,6	46,9	341,8%	17,7	13,6	-23,0%
marża wyniku segmentu	5,1%	10,5%		8,8%	12,2%		6,5%	9,1%	
segment deweloperski	13,4%	11,6%		9,1%	12,9%		9,5%	12,2%	
segment motoryzacyjny	7,5%	6,9%		9,3%	9,8%		5,6%	7,3%	
myjnie	-	0,8%		4,2%	27,6%		8,2%	3,7%	
najem	-	68,9%		-	65,1%		-	-	
marża EBITDA	6,4%	10,8%		10,1%	12,6%		11,2%	8,1%	
marża EBIT	5,4%	10,5%		9,2%	12,2%		10,3%	7,4%	
marża netto	0,0%	6,9%		3,9%	8,0%		5,0%	2,8%	

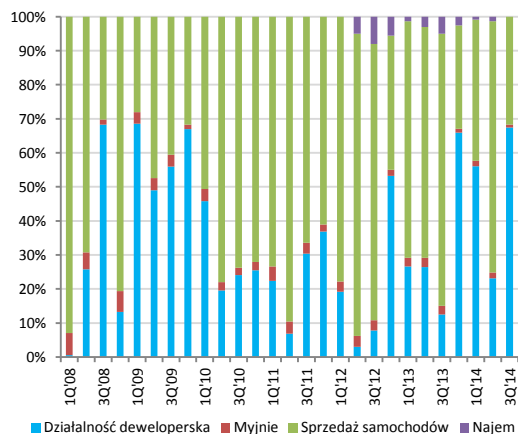
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wynik operacyjny [mln PLN]



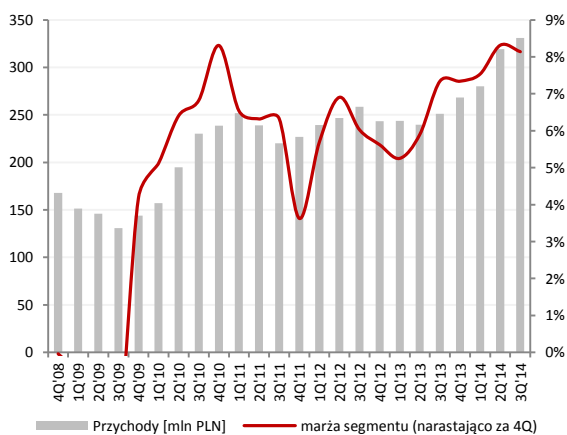
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów



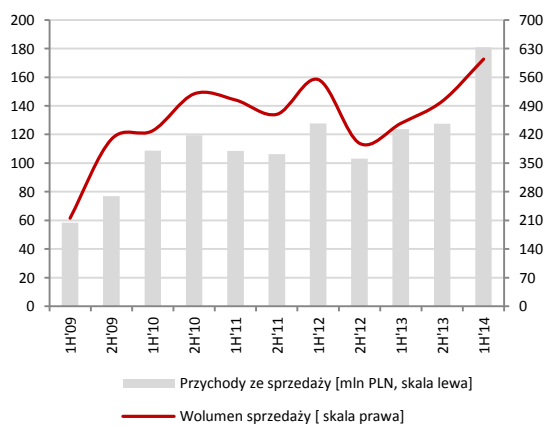
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża segmentu automotive



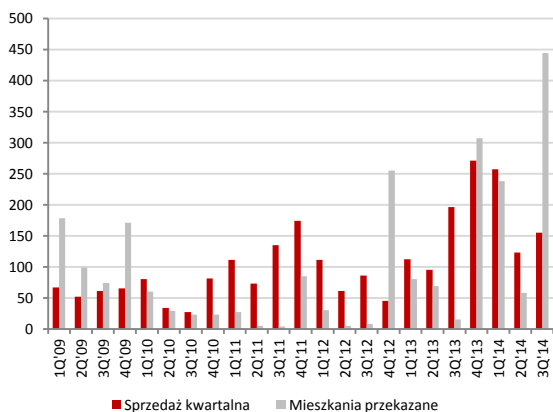
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wolumen sprzedaży aut



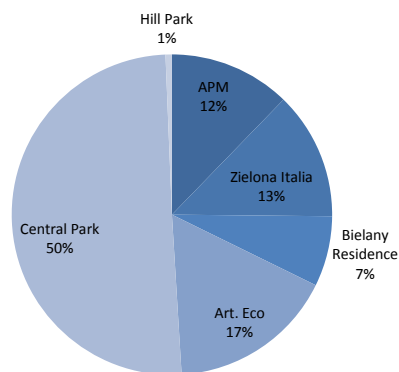
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż vs przekazania lokali



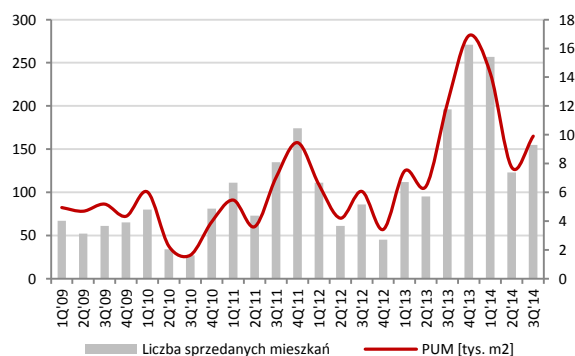
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż wg projektów



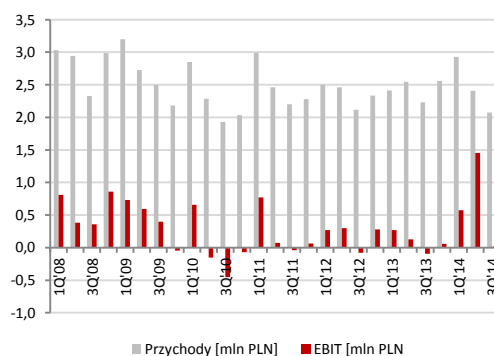
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż vs PUM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność myjni samochodowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 3Q'14

W 3Q'14 tylko dwa z największych podmiotów giełdowych poprawiło wyniki r/r. Były to Dom Development oraz Marvipol. W przypadku Marvipolu przychody ze sprzedaży wzrosły do 172,7 mln PLN (w 3Q'13 było to 10,9 mln PLN), na co złożyło się przekazanie ponad 440 mieszkań. Wynik operacyjny segmentu deweloperskiego spółki wyniósł 20,1 mln PLN (+18,6 mln PLN r/r). Na dużym plusie znalazł się też Dom Development, który pokazał bardzo wysoką marżę brutto ze sprzedaży (25,1%), a także wykazał wpływ z gwarancji od generalnych wykonawców z projektów Młyny Królewskie i Wilno. Dużo słabiej zaprezentowały się natomiast Robyg i Ronson. W przypadku Robyga na słabsze wyniki przełożyła się niska liczba przekazanych lokali w 3Q'14 (103 mieszkania vs 213 w 3Q'13). Spółka wypracowała 43,7 mln PLN przychodów, przy średniej marży brutto na poziomie 20,4%. Wynik EBIT spadł do 5,5 mln PLN (-40,5%), a zysk netto wyniósł 2,9 mln PLN (-42,1% r/r). Jeszcze gorzej zaprezentował się Ronson. Wpływy z przekazanych lokali wyniosły jedynie 29,5 mln PLN, a marża brutto była bliska 6,4%. Była to składowa dwóch czynników: deweloper sprzedaje notarialnie lokale z projektu Młody Grunwald (84 lokale w 3Q'14), który dodatkowo ma rentowność w przedziale 3-5%. Na poziomie netto Ronson poniósł stratę rzędu 4,9 mln PLN.

Poza Marvipolem wszystkie wskazane spółki poprawiły wolumeny kontraktacji mieszkań. Najlepiej zaprezentował się Ronson, który wykazał 21%-ową dynamikę sprzedaży lokali, znajdując 149 nabywców w swoich projektach. Na wysokie wzrosty ciągle wpływa projekt Młody Grunwald, który jest dodatkowo wspierany przez Jaśminową, Tamkę i Verdis. Podobną dynamikę zaprezentował także Dom Development (495 mieszkań w 3Q'14; +20% r/r). Naszym zdaniem wzrost ten jest jednak niesatysfakcjonujący mając na względzie rynkową pozycję spółki oraz sprzyjające otoczenie gospodarcze. Całkiem dobrze poradziło sobie JWC. Deweloper kierowany przez prezesa Wojciechowskiego zwiększył kontraktację o ok. 13% r/r, co w dużej mierze zawdzięcza projektowi Bliska Wola. Nad kreską znalazł się również Robyg, który sprzedał 513 mieszkań (+8% r/r). Patrząc na wyniki sprzedażowe od początku roku, uważamy że deweloper bez problemu przekroczy roczną prognozę 2,0 tys. zakontraktowanych lokali. Najslabiej wypadł Marvipol, który sprzedał 155 mieszkań (największy udział projektu Central Park). Pomimo spadku o blisko 24% r/r uważamy, że nie jest to zły wynik. Niedawno do oferty został wprowadzony kolejny etap Kłobuckiej, co naszym zdaniem pozwala na z optymizmem patrzeć na sprzedaż w najbliższych kwartałach.

Wyniki wybranych deweloperów w 3Q'14

	Dom Development			Ronson			Robyg*			Marvipol**			JWC		
	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika
Przychody	123,6	159,9	29,4%	57,3	29,5	-48,5%	90,9	43,7	-51,9%	10,9	172,7	1486,6%	77,1	38,3	-50,3%
Wynik brutto	23,9	40,2	67,8%	10,4	1,9	-81,7%	18,3	8,9	-51,5%	-	-	-	18,6	6,3	-66,1%
EBIT	2,8	20,3	619,5%	4,1	-4,9	-	9,4	5,5	-41,3%	1,5	20,1	1277,7%	11,6	8,5	-27,1%
EBITDA	3,6	21,1	482,0%	4,3	-4,7	-	9,6	5,7	-40,5%	1,9	20,3	992,0%	11,8	8,7	-26,7%
Wynik netto	1,1	15,3	1269,6%	4,5	-4,9	-	5,0	2,9	-42,1%	-	-	-	2,3	2,1	-8,9%
Marża brutto	19,4%	25,1%		18,2%	6,4%		20,2%	20,4%		-	-		24,1%	16,5%	
Marża EBITDA	2,9%	13,2%		7,5%	-		10,6%	13,1%		17,1%	11,8%		15,3%	22,6%	
Marża EBIT	2,3%	12,7%		7,2%	-		10,3%	12,6%		13,4%	11,6%		15,0%	22,1%	
Marża netto	0,9%	9,5%		7,9%	-		5,5%	6,6%		-	-		2,9%	5,4%	
Przekazania	252	375	49%	135	96	-29%	213	103	-52%	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż	414	495	20%	123	149	21%	476	513	8%	203	155	-24%	275	311	13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *od 1Q'14 Robyg wykazuje wyniki projektów JV w pozycji „Udział w zysku ze wspólnych przedsięwzięć”; **wyniki Marvipolu dla segmentu deweloperskiego

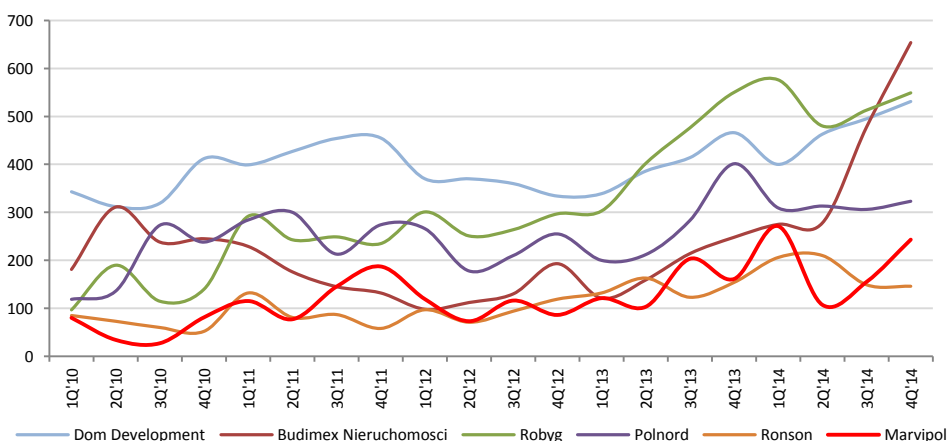
Z opublikowanych wyników sprzedażowych za 4Q'14 widać, że Dom Development stabilnie zwiększa poziom kontraktacji (+14% r/r). Najwyższą dynamikę zaprezentował Budimex, który znalazł 654 nabywców, co oznacza wzrost o 164% r/r. Na drugim miejscu znalazł się Marvipol, który wykazał poprawę o 51% r/r w 4Q'14, co w dużej mierze jest efektem wprowadzenia do sprzedaży podetapu 1b Central Parku (w całym roku sprzedano ok. 400 mieszkań z tego projektu). Utrzymanie kontraktacji widać w przypadku Robygu (549 zakontraktowanych lokali) i Ronsona, który sprzedał 146 mieszkań (-8 r/r). Najslabiej wypadł Polnord, który zakontraktował 323 mieszkania (spadek o 19% r/r, co wynika z wysokiej bazy). W ujęciu całorocznym liderem pod względem liczby nabywców został Robyg, który podpisał ponad 2,1 tys. umów (+22% r/r). Na drugim miejscu znalazł się Dom Development (blisko 1,9 tys. sprzedanych lokali), a tuż za nim Budimex Nieruchomości (niecałe 1,7 tys. mieszkań).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 4Q'14 (stan na 19 stycznia 2015 r.)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	zmiana 4Q'14/4Q'13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	495	531	14%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	478	654	164%
Robyg	303	402	476	550	576	480	513	549	0%
Polnord	200	212	283	401	309	313	306	323	-19%
Ronson	132	163	123	154	206	210	149	146	-5%
Marvipol	121	103	203	161	271	107	155	243	51%

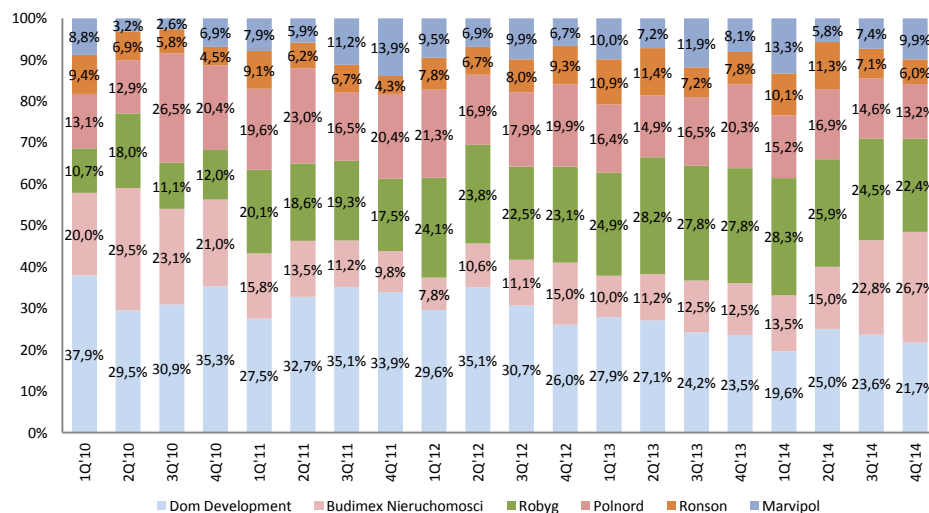
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



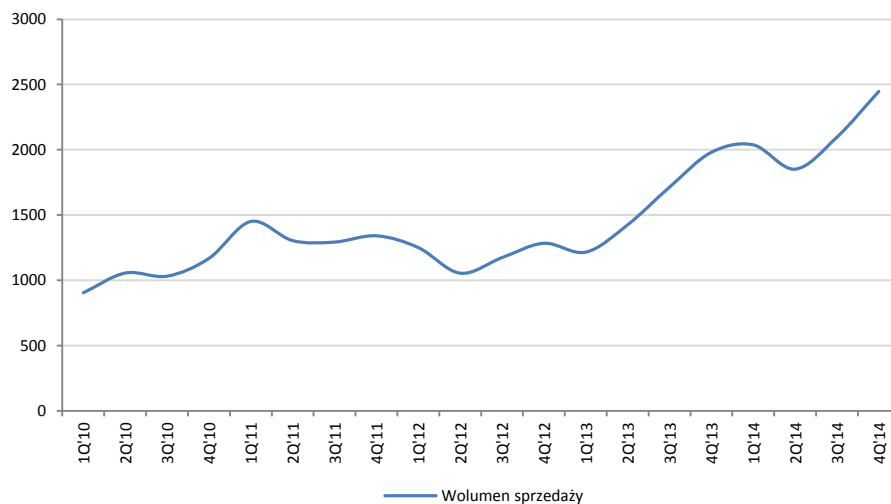
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Udział w sprzedaży wybranych spółek



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych

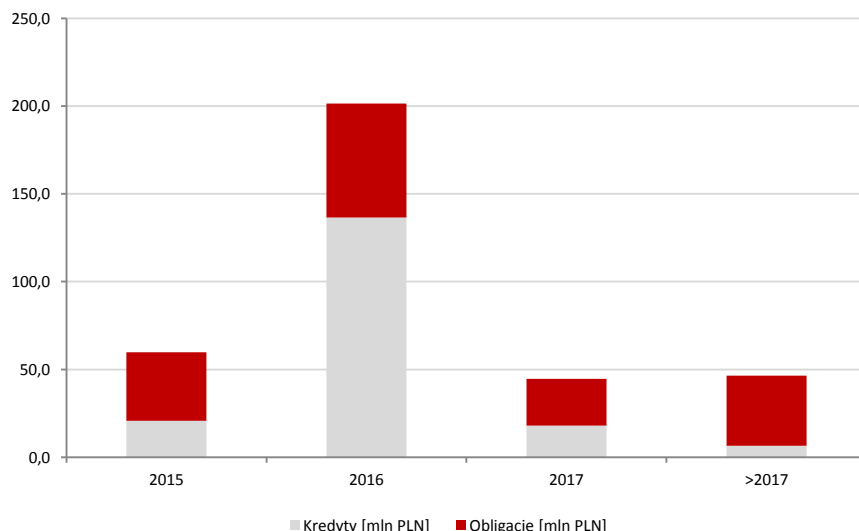


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

Obecne zadłużenie spółki wynosi 308,8 mln PLN (stan koniec 3Q'14). Składają się na to kredyty o wartości 181,6 mln PLN oraz obligacje o wartości niemal 130,5 mln PLN. Warto zwrócić uwagę, że w '15 wygasa jedynie jedna seria obligacji o wartości 39,1 mln PLN, a niedawno spółka wyemitowała niezabezpieczone walory o wartości nominalnej 40,0 mln PLN (docelowo środki mają być wykorzystane na zakup nowych działek), co naszym zdaniem gwarantuje zachowanie płynności przez dewelopera. Spodziewamy się również, że na początku 2015 roku Marvipol zrefinansuje Prostą na ok. 60-65 mln PLN (w dłuższej perspektywie oczekujemy sprzedaży biurowca oraz przeniesienia długu na nowego właściciela).

Harmonogram spłat w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapadalność kredytów Marvipolu

Termin wykupu	Wartość bieżąca [mln PLN]	Zabezpieczenie
2Q'15	20,7	Hipoteka na nieruchomości o wartości 50,3 mln PLN
1Q'16	19,3	Hipoteka na nieruchomości o wartości 64,5 mln PLN
1Q'16	32,2	Hipoteka na nieruchomości o wartości 48,2 mln PLN
2Q'16	58,2	Hipoteka na nieruchomości o wartości 87,5 mln PLN
4Q'16	26,9	Zastaw rejestrowy na rzeczach ruchomych - zapasach
2Q'17	18,0	hipoteka na nieruchomości o wartości 45,0 mln PLN
3Q'21	6,5	Hipoteka na nieruchomości o wartości 12,6 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapadalność obligacji Marvipolu

Termin wykupu	Wartość bieżąca	Warunki oprocentowania	Zabezpieczenie
08.04.2015	39,1	WIBOR3M + marża	Niezabezpieczone
31.05.2016	11,4	WIBOR6M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
31.05.2016	29,0	WIBOR6M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
30.11.2016	24,4	WIBOR1M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
08.08.2017	20,7	WIBOR3M + marża	Niezabezpieczone
08.08.2017	6,0	WIBOR3M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
16.01.2020	40,0	b.d.	Niezabezpieczone

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Po bardzo udanym 3Q'14 spodziewamy się, że 4Q'14 będzie znacznie spokojniejszy w wykonaniu Marvipolu. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 168,4 mln PLN. Według naszych założeń wynik EBITDA grupy będzie bliski 11,4 mln PLN, co implikuje rentowność rzędu 6,8%. W ujęciu netto zakładamy wypracowanie 5,4 mln PLN zysku (+2,4 mln PLN r/r, w 4Q'13 spółka wykazała 9,4 mln PLN straty z odwrócenia transakcji nabycia znaku RoboWash). W ujęciu całorocznym liczymy na skokowy wzrost przychodów do ok. 753,7 mln PLN (+259 mln PLN r/r). Pozwoli to na wzrost EBIT do niemal 81,7 mln PLN (+45 mln PLN r/r). Zysk netto będzie bliski 52,3 mln PLN. Liczymy, że również w '15 Marvipol utrzyma dobre wyniki finansowe. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży będą bliskie do 731,8 mln PLN, przy wypracowaniu marży operacyjnej rzędu 8,9%. Spodziewamy się, że zysk operacyjny obniży się do 65,4 mln PLN (spadek o ok. 20 mln PLN r/r), co przełoży się na osiągnięcie ok. 42,0 mln PLN wyniku netto.

Oczekujemy, że obecny rok będzie rekordowy w wykonaniu segmentu deweloperskiego. Duży potencjał został już pokazany w 4Q'13, a dobre wyniki były kontynuowane w kolejnych kwartałach. Liczymy, że w 4Q'14 spółce uda się przekazać blisko 180 mieszkań (uwzględniając transakcję z WAM), dzięki czemu przychody wyniosą 88,1 mln PLN. tym samym Marvipol oddałby do użytkowania w '14 blisko 920 mieszkań (spółka w strategii zakładała 700 szt.). Spodziewamy się również, że spółce uda się wypracować 7,5 mln PLN wyniku segmentu (rentowność ok. 8,6%). W perspektywie '15 oczekujemy przekazania ponad 610 mieszkań, ze wskazaniem na bardzo mocny 4Q'15, kiedy oddawane będą lokale z inwestycji Central Park (podetap 1a).

Podobnych wyników w ujęciu r/r spodziewamy się w segmencie motoryzacyjnym. Według naszych założeń Marvipol powinien sprzedać hurtowo ok. 259 aut, dzięki czemu osiągnie 76,3 mln PLN przychodów oraz 1,5 mln PLN wyniku EBIT (marża segmentu bliska 1,9%). Tak niska rentowność wynika z „czyszczenia magazynów” w celu uniknięcia efektu „auta jednorocznego” i jest to zjawisko cykliczne. Dużej poprawy w wynikach automotive oczekujemy w '15. Do oferty sprzedażowej powinny trafić 2 nowe modele (w lutym będzie to Range Rover Discovery Sport, którego średnia cena będzie bliska 200,0 tys. PLN, natomiast w 3Q'14 do salonów trafi Jaguar XE-type). Będą to tańsze modele dlatego też zakładamy wzrost wolumenu sprzedanych aut (do ok. 1,3-1,4 tys. szt.) i wygenerowanie 421,0 mln PLN przychodów oraz 31,0 mln PLN EBIT. Pozytywnie zapatrujemy się również na plany rozbudowy sieci dealerskiej (w 1Q'15 zakładamy otwarcie 2 salonów), w tym budowę 1 dużego obiektu w Warszawie (salon + lakiernia).

W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania poziomu kontraktacji i przekazania ok. 700-800 mieszkań rocznie, przy zachowaniu rentowności na poziomie ok. 20%. Podobnie liczymy na rozwój działalności samochodowej. Zakładamy, że spółka docelowo będzie sprzedawać ponad 1620 aut rocznie. Spodziewamy się także, że Marvipol znacznie obniży poziom zadłużenia netto (do 145 mln PLN na koniec '15) i w długiej perspektywie wprowadzi stałą politykę dywidendy (po zakończeniu planu inwestycyjnego w automotive).

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe)

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015
Przychody	222,3	187,1	140,0	258,2	168,4	183,4	173,2	138,7	236,5	494,3	753,7	731,8
segment deweloperski	149,5	104,9	32,4	172,8	88,1	66,8	42,8	38,9	146,1	210,5	398,1	294,6
segment motoryzacyjny	68,8	77,6	103,4	81,4	76,3	112,6	126,3	95,8	86,3	268,2	338,6	421,0
myjnie	2,6	2,9	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	9,7	9,5	8,3
najem	1,5	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	5,9	7,5	7,9
Wynik segmentu	21,1	28,3	16,0	27,0	10,4	17,7	16,1	6,2	25,4	45,1	81,7	65,4
segment deweloperski	20,3	18,9	0,9	20,0	7,5	6,4	2,0	-2,1	22,3	25,8	47,4	28,7
segment motoryzacyjny	1,2	7,7	12,5	5,6	1,5	9,9	12,7	6,9	1,7	19,7	27,2	31,1
myjnie	0,1	0,6	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	2,1	0,0
najem	-0,4	1,1	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	-0,7	5,0	5,5
EBITDA	12,5	29,0	16,6	27,9	11,4	18,7	17,2	7,2	26,6	40,0	84,9	69,7
EBIT	11,6	28,2	16,1	27,1	10,4	17,7	16,1	6,2	25,4	36,5	81,7	65,4
Saldo finansowe	-4,5	-5,0	-4,3	-5,1	-3,7	-3,0	-2,3	-2,2	-5,9	-15,5	-18,1	-13,5
Wynik netto	3,0	19,7	9,5	17,7	5,4	11,9	11,2	3,2	15,7	13,6	52,3	42,0
marża wyniku segmentu	9,5%	15,1%	11,4%	10,5%	6,2%	9,7%	9,3%	4,4%	10,7%	9,1%	10,8%	8,9%
segment deweloperski	13,5%	18,0%	2,9%	11,6%	8,6%	9,7%	4,8%	-5,5%	15,3%	12,2%	11,9%	9,7%
segment motoryzacyjny	1,7%	9,9%	12,1%	6,9%	1,9%	8,8%	10,1%	7,2%	1,9%	7,3%	8,0%	7,4%
myjnie	2,2%	19,6%	60,5%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	3,7%	21,7%	0,5%
najem	-29,3%	64,9%	61,2%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	-12,5%	66,1%	68,9%
marża EBITDA	5,6%	15,5%	11,9%	10,8%	6,8%	10,2%	9,9%	5,2%	11,3%	8,1%	11,3%	9,5%
marża EBIT	5,2%	15,1%	11,5%	10,5%	6,2%	9,7%	9,3%	4,4%	10,7%	7,4%	10,8%	8,9%
marża netto	1,4%	10,5%	6,8%	6,9%	3,2%	6,5%	6,5%	2,3%	6,7%	2,8%	6,9%	5,7%

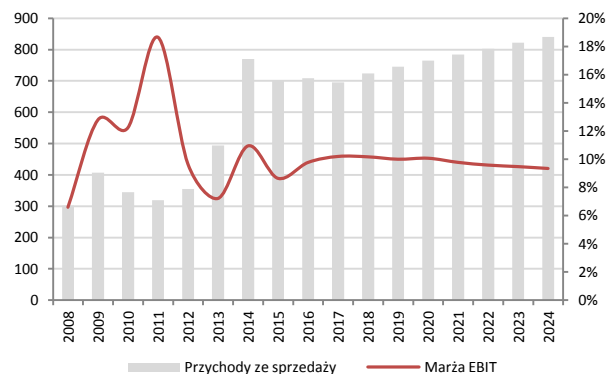
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników i wybrane założenia w kolejnych latach

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	354,4	494,3	753,7	731,8	712,2	698,4	727,9	749,0	768,7	788,0	807,2	826,1	844,9
Segment deweloperski	94,2	210,5	398,1	294,6	286,5	262,5	281,6	292,1	300,9	309,2	317,0	324,4	331,5
Segment automotive	243,5	268,2	338,6	421,0	409,3	419,4	429,7	440,2	450,9	461,8	473,0	484,4	496,0
Najem	7,3	5,9	7,5	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4	8,4	8,5	8,6	8,7
Myjnie	9,4	9,7	9,5	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5	8,6	8,6	8,6	8,7	8,7
Wyniki segmentów [mln PLN]	23,1	45,1	81,7	65,4	70,7	72,8	75,4	76,8	79,1	78,8	79,0	79,9	80,5
Segment deweloperski	9,0	25,8	47,4	28,7	35,6	36,8	38,9	39,7	41,3	40,2	39,6	39,7	39,6
Segment automotive	13,7	19,7	27,2	31,1	29,6	30,4	30,8	31,4	32,0	32,7	33,5	34,2	34,9
Najem	-0,3	-0,7	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0
Myjnie	0,8	0,4	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	39,8	40,0	84,9	69,7	75,0	77,3	80,4	81,7	84,1	83,7	84,0	84,9	85,5
Wynik netto	17,7	13,6	52,3	42,0	48,2	49,2	53,5	56,5	59,1	61,7	62,6	64,2	65,2
marża segmentów	6,5%	9,1%	10,8%	8,9%	9,9%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%
Segment deweloperski	9,5%	12,2%	11,9%	9,7%	12,4%	14,0%	13,8%	13,6%	13,7%	13,0%	12,5%	12,3%	11,9%
Segment automotive	5,6%	7,3%	8,0%	7,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%
Najem	-4,7%	-12,5%	73,0%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%
Myjnie	8,2%	3,7%	21,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
marża EBITDA	11,2%	8,1%	11,3%	9,5%	10,5%	11,1%	11,1%	10,9%	10,9%	10,6%	10,4%	10,3%	10,1%
marża netto	5,0%	2,8%	6,9%	5,7%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%
Założenia szczegółowe segmentu deweloperskiego													
Sprzedaż mieszkań	302	544	776	678	731	756	792	811	817	833	849	863	875
Przekazania mieszkań	296	470	919	612	668	730	777	799	816	832	825	832	837
Założenia szczegółowe segmentu automotive													
Wolumen sprzedaży aut	952	948	1112	1382	1442	1472	1502	1532	1562	1592	1622	1652	1682
Średnia cena auta	255,8	282,9	304,5	304,6	283,8	284,9	286,1	287,3	288,6	290,1	291,6	293,2	294,9

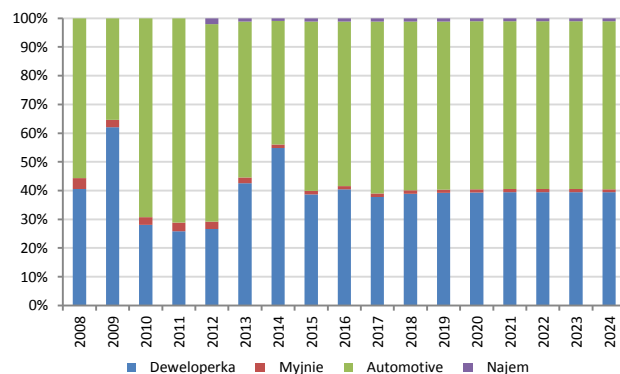
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody skonsolidowane vs marża EBIT



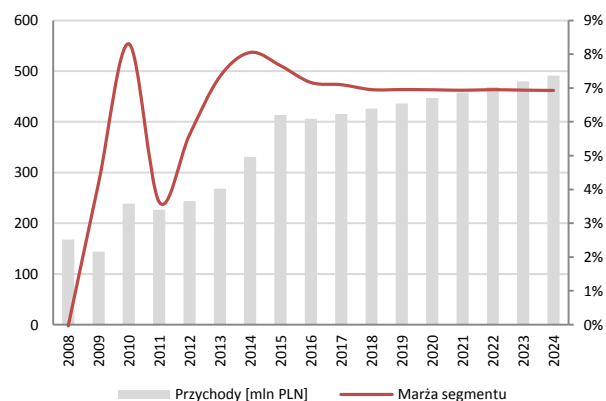
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów



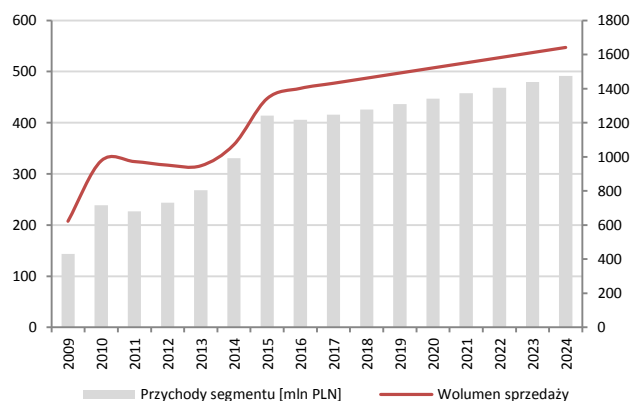
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i marża segmentu automotive



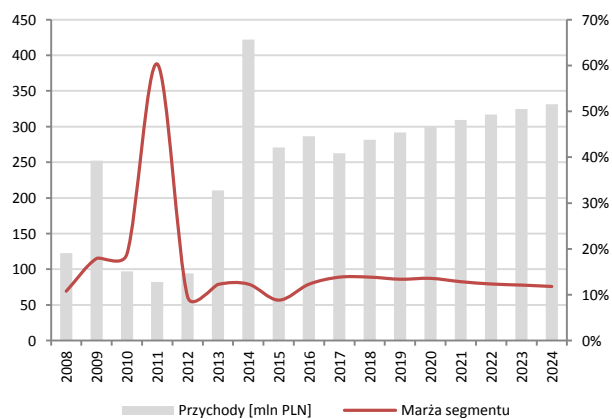
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody vs sprzedaż aut



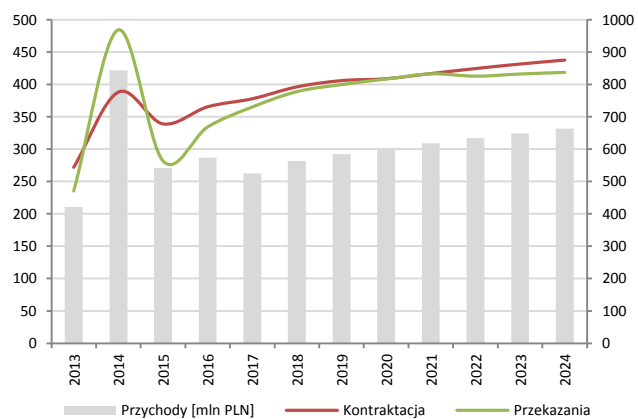
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i marża segmentu deweloperskiego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki operacyjne deweloperki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 3Q'14 na 6 największych rynkach w kraju utrzymywała się na stabilnym, wysokim poziomie, który zachowuje się od końca 2013 r. Pomimo znacznego wzrostu liczby lokali wprowadzonych do oferty, już siódmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu wzrosła do poziomu 47,6 tys., co oznacza zrównanie z liczbą zakontraktowanych mieszkań w ostatnich czterech kwartałach. Zaowocowało to wyraźnym skróceniem okresu wyprzedaży bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten spadł poniżej 4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 4,5 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 5 kwartałów. Można się zatem spodziewać, że przy utrzymaniu tego trendu, rynek z fazy równowagi może wejść w fazę nadwyżki popytu nad podażą i wzrostu cen.

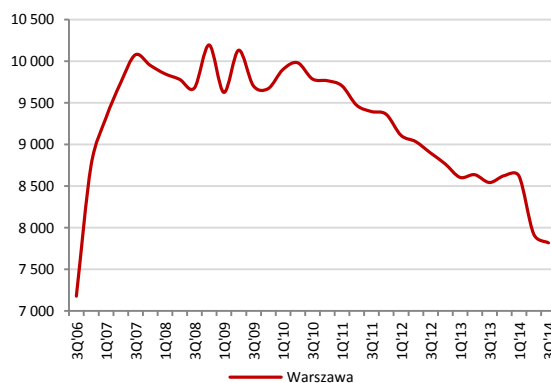
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nieznacznie wzrosły w 3Q'14 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 1,8% q/q (+3,8% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,5 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Marvipolu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

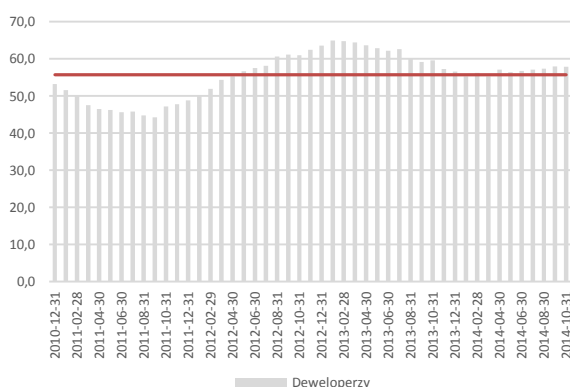
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Marvipolu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

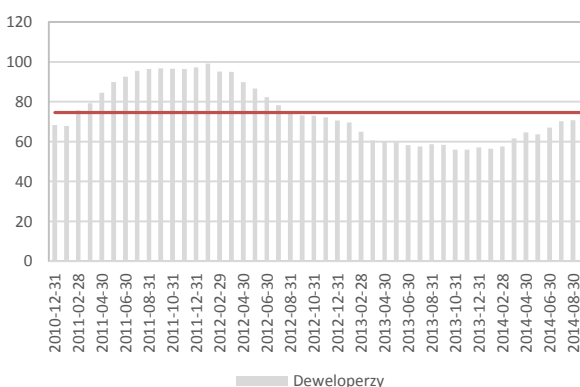
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 45% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 42%-owy poziom przekazań w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

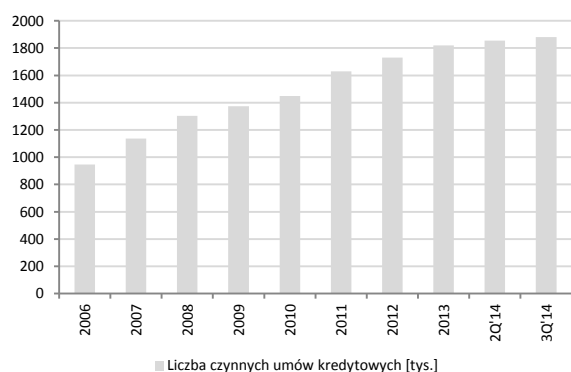
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

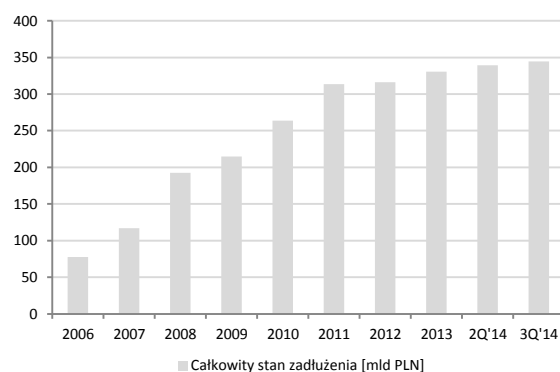
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM i Funduszu Mieszkań na Wynajem oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem części deweloperów koniunktura na polskim rynku mieszkaniowym poprawia się od początku 2013 r. Dzięki stopom procentowym zwiększa się zdolność kredytowa osób fizycznych związana z niższymi kosztami kredytu. Dodatkowo zauważalny jest odpływ kapitału z niskooprocentowanych depozytów, głównie na rynek nieruchomości. Niskie stopy procentowe wzmagają także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 3Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych (wpływ podniesienia marż przez banki). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



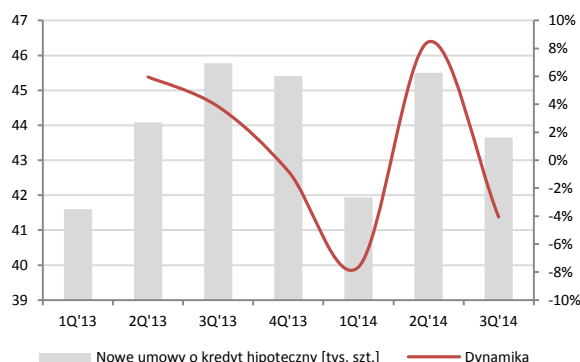
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



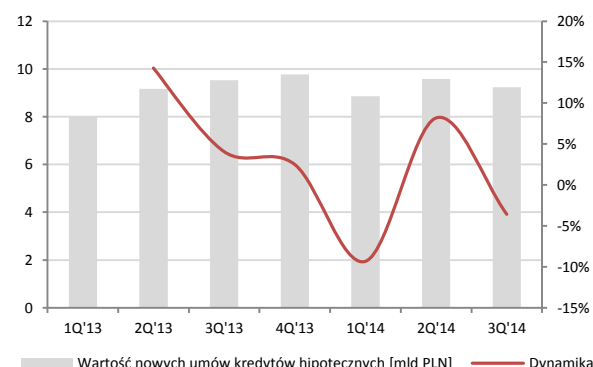
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



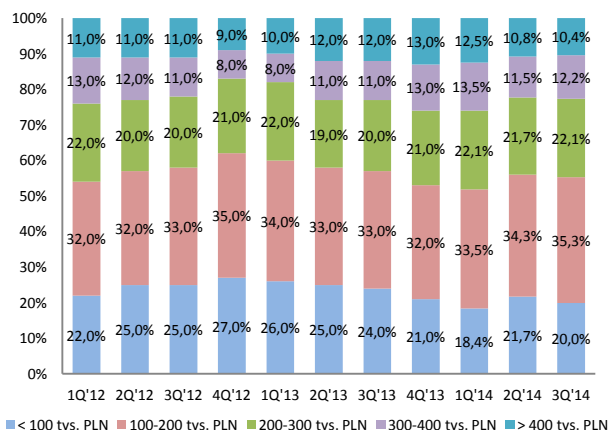
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



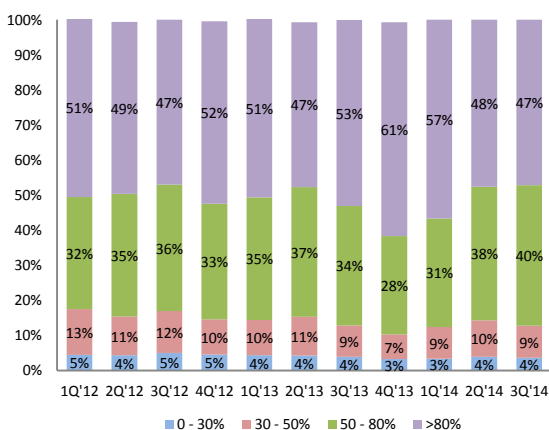
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



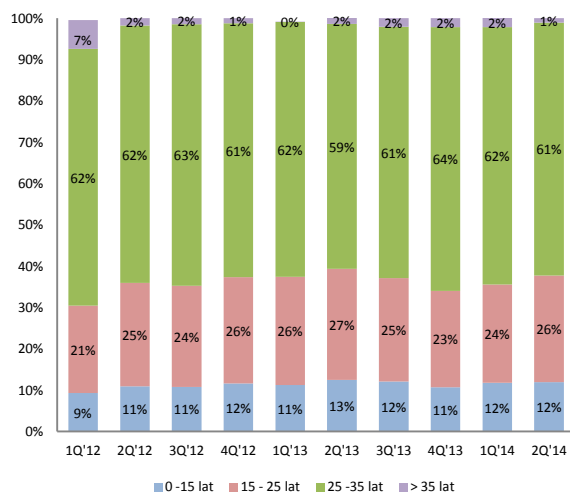
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



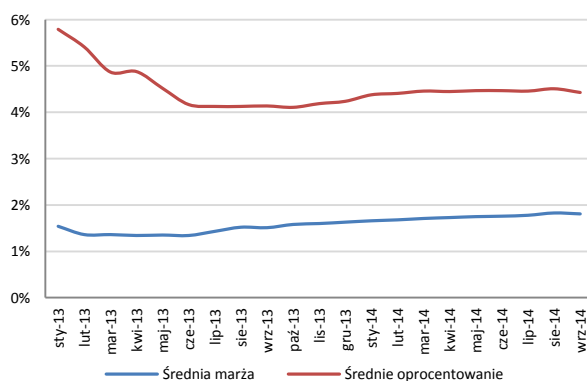
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



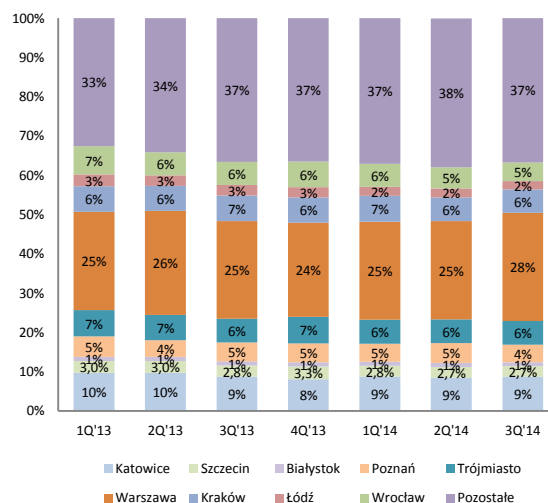
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



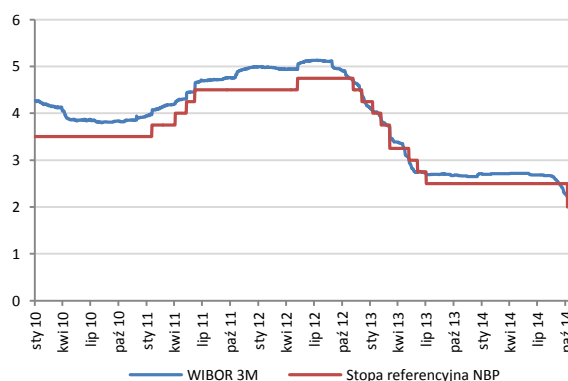
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

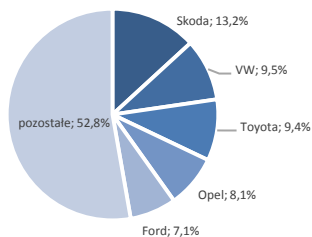
Rynek samochodowy

Marki oferowane przez spółki zależne Marvipolu należą do segmentów premium i luksusowego, które są antycykliczne i docierają do konkretnych odbiorców. Podstawowymi konkurentami grupy są Jeep i Lotus. Należy jednak zauważyć, że poszczególne modele nie mają konkurenta w konkretnej marce, a w danym modelu (tak jest w przypadku np. Range Rovera, którego konkurentami są auta typu SUV marek BMW i Audi).

Liderami wśród noworejestrowanych samochodów są marki należące do grupy kapitałowej Volkswagena – Skoda, która posiada obecnie niemal 13,2% udziału w rynku oraz Volkswagen, który ma niecałe 9,5%. Duży udział posiadają również Toyota (+9,4%), Opel (8,1%) oraz Ford (7,1%). Pozostałe marki odpowiadają za ok. 53% rejestracji nowych aut. Wśród marek premium największy udział w ogólnym rynku posiadają Mercedes (ok. 2,4%), BMW (ok. 2,3%) oraz Audi (2,1%). Według danych PZPM za okres 01.-12.2014 Land Rover oraz Jaguar posiadały niewielki (ok. 0,3%) udział w rynku.

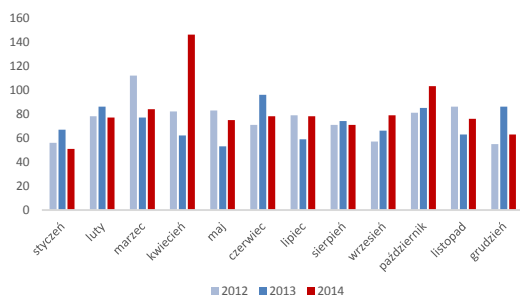
Obie marki sprzedawane przez Marvipol wykazują obecnie dodatnią dynamikę sprzedaży względem roku 2013. Szczególnie wysoki wzrost odnotował w'14 Land Rover. Modele tej marki znalazły niemal 803 nabywców w'14 (+104 szt. r/r). Liczymy, że trend ten zostanie podtrzymany w najbliższych okresach, mając na względzie rozbudowę portfolio już od początku przyszłego roku o kolejne 3 modele samochodów.

Struktura rejestracji nowych samochodów osobowych i dostawczych w Polsce



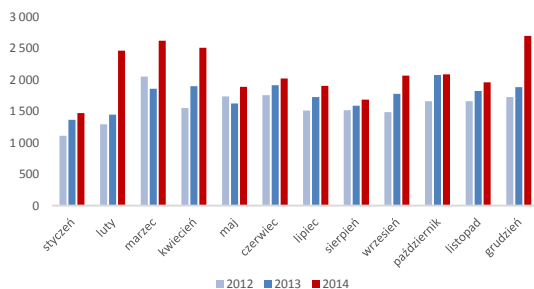
Źródło: BDM S.A., pzpm.org.pl

Sprzedaż miesięczna Jaguara i Land Rovera w Polsce [szt]



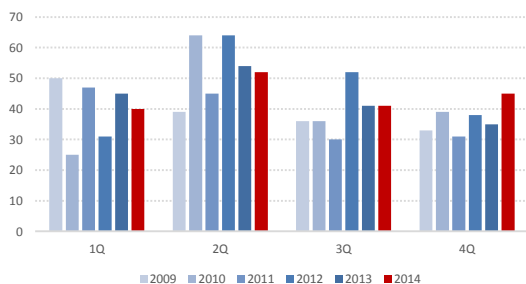
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż miesięczna Audi, BMW i Mercedesa w Polsce [szt]



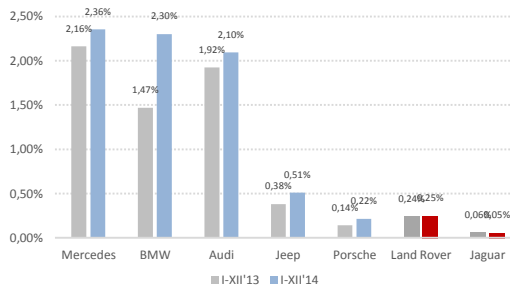
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż kwartalna Jaguara w Polsce [szt]



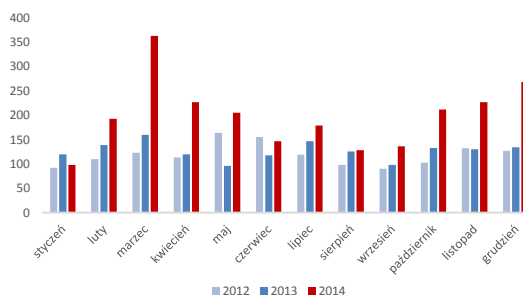
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Udziały rynkowe wybranych marek premium w Polsce [szt]



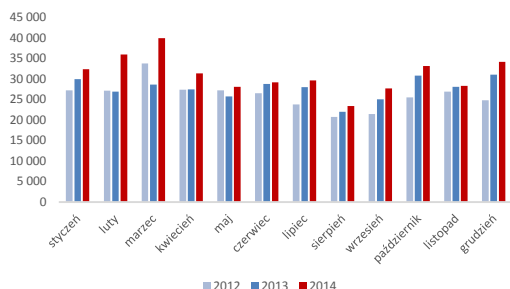
Źródło: BDM S.A., pzpm.org.pl

Sprzedaż miesięczna Porsche i Jeepa w Polsce [szt]



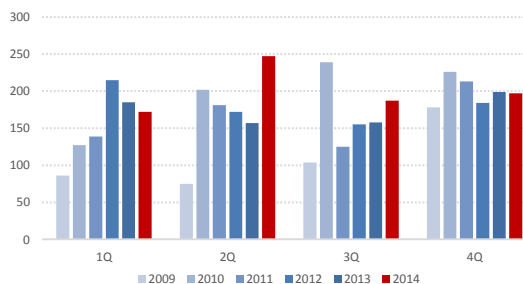
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż nowych samochodów w Polsce [szt]*



Źródło: BDM S.A., carmarket.pl, *łącznie z dostawczymi oraz osobowymi rejestrowanymi jako ciężarowe

Sprzedaż kwartalna Land Rovera w Polsce [szt]



Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	180,0	156,3	154,3	173,4	198,3	205,4	205,3	205,4	205,3	205,2	205,1	205,0	204,9
Rzeczowe aktywa trwałe	57,0	59,5	57,2	76,4	101,2	108,3	108,2	108,3	108,2	108,2	108,1	108,0	107,9
Wartości niematerialne	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Nieruchomości inwestycyjne	83,8	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9
Pozostałe aktywa trwałe	38,2	19,0	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Aktywa obrotowe	681,9	827,0	723,7	736,1	696,3	677,8	663,3	654,3	669,8	670,0	676,3	667,8	683,4
Zapasy, w tym:	645,9	715,3	552,3	541,7	508,3	504,0	506,2	505,5	507,7	510,4	513,6	519,6	519,5
deweloperka	606,0	664,7	486,7	466,2	422,2	419,8	419,1	416,7	416,5	417,1	418,0	421,7	419,2
automotive	39,7	50,3	65,3	75,3	85,9	83,9	86,9	88,6	91,0	93,0	95,4	97,6	100,0
inne	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	30,1	72,4	61,3	56,5	64,3	59,4	62,1	63,2	65,5	66,9	68,7	70,3	72,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,6	33,7	101,6	129,3	115,2	105,8	86,5	77,0	88,1	84,2	85,5	69,4	83,4
Pozostałe aktywa obrotowe	2,3	5,6	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Aktywa razem	861,9	983,2	878,0	909,5	894,6	883,2	868,6	859,7	875,0	875,2	881,4	872,8	888,3
Kapitał własny	217,4	247,8	297,2	339,3	387,4	422,9	462,4	477,1	492,3	508,1	522,9	538,5	553,9
Kapitały obce	644,5	735,5	580,7	570,2	507,2	460,3	406,3	382,6	382,7	367,1	358,5	334,4	334,4
Zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu:	205,2	155,6	163,9	196,0	88,8	69,9	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
długoterminowe	186,0	138,4	83,3	115,4	67,2	49,2	-14,2	-14,2	-14,2	-20,7	-20,7	-20,7	-20,7
krótkoterminowe	19,2	17,2	80,6	80,6	21,6	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7
Obligacje:	197,5	197,3	119,1	80,1	116,7	96,0	96,0	66,0	60,0	45,0	30,0	0,0	0,0
długoterminowe	85,6	145,8	79,5	40,4	116,7	96,0	96,0	66,0	60,0	45,0	30,0	0,0	0,0
krótkoterminowe	111,9	51,5	39,7	39,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89,3	168,8	155,6	155,9	166,6	156,4	161,5	165,6	171,0	175,0	179,6	183,9	182,5
Przychody przyszłych okresów	124,7	171,2	92,1	88,2	85,0	87,9	92,2	94,4	95,1	97,0	98,8	100,4	101,8
Pozostałe	27,8	42,6	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1	50,1
Pasywa razem	861,9	983,2	878,0	909,5	894,6	883,2	868,6	859,7	875,0	875,2	881,4	872,8	888,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	354,4	494,3	753,7	731,8	712,2	698,4	727,9	749,0	768,7	788,0	807,2	826,1	844,9
Pozostałe przychody operacyjne	23,6	11,7	12,9	6,6	6,4	6,0	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,3	7,5
Koszty	341,7	470,3	684,9	673,1	647,9	631,6	658,9	678,8	696,4	716,2	735,3	753,5	771,9
EBITDA	39,8	40,0	84,9	69,7	75,0	77,3	80,4	81,7	84,1	83,7	84,0	84,9	85,5
EBIT	36,5	36,5	81,7	65,4	70,7	72,8	75,4	76,8	79,1	78,8	79,0	79,9	80,5
Saldo działalności finansowej	-14,1	-15,5	-18,1	-13,5	-11,3	-12,1	-9,3	-7,1	-6,2	-2,7	-1,8	-0,7	0,0
Zysk (strata) brutto	22,4	21,0	63,6	51,9	59,4	60,7	66,0	69,7	72,9	76,1	77,2	79,2	80,5
Podatek dochodowy	-4,7	-7,4	-11,3	-9,9	-11,3	-11,5	-12,5	-13,3	-13,9	-14,5	-14,7	-15,1	-15,3
Zysk (strata) netto	17,7	13,6	52,3	42,0	48,2	49,2	53,5	56,5	59,1	61,7	62,6	64,2	65,2
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-42,8	79,3	155,1	58,2	85,7	55,5	63,0	67,2	65,8	68,3	68,9	67,4	68,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,9	15,0	0,3	-23,5	-29,1	-11,5	-5,0	-4,9	-4,8	-4,8	-4,9	-4,8	-4,8
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	34,2	-64,2	-87,5	-6,9	-70,6	-53,3	-77,4	-71,7	-49,9	-67,3	-62,8	-78,6	-49,8
Przepływy pieniężne netto	-11,5	30,1	67,9	27,7	-14,1	-9,4	-19,4	-9,4	11,0	-3,8	1,2	-16,1	14,0
Środki pieniężne na początek okresu	15,1	3,6	33,7	101,6	129,3	115,2	105,8	86,5	77,0	88,1	84,2	85,5	69,4
Środki pieniężne na koniec okresu	3,6	33,7	101,6	129,3	115,2	105,8	86,5	77,0	88,1	84,2	85,5	69,4	83,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody zmiana r/r	11,1%	39,5%	52,5%	-2,9%	-2,7%	-1,9%	4,2%	2,9%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	-45,6%	0,7%	112,2%	-17,9%	7,6%	3,0%	4,1%	1,5%	3,0%	-0,4%	0,3%	1,1%	0,7%
EBIT zmiana r/r	-48,0%	0,2%	123,6%	-20,0%	8,2%	2,9%	3,5%	2,0%	3,0%	-0,4%	0,3%	1,1%	0,8%
Zysk netto zmiana r/r	-63,9%	-23,0%	283,2%	-19,6%	14,5%	2,2%	8,7%	5,6%	4,6%	4,4%	1,4%	2,5%	1,7%
Marża EBITDA	11,2%	8,1%	11,3%	9,5%	10,5%	11,1%	11,1%	10,9%	10,9%	10,6%	10,4%	10,3%	10,1%
Marża EBIT	10,3%	7,4%	10,8%	8,9%	9,9%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%
Marża brutto	6,3%	4,3%	8,4%	7,1%	8,3%	8,7%	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%
Marża netto	5,0%	2,8%	6,9%	5,7%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%
ROE	8,2%	5,5%	17,6%	12,4%	12,4%	11,6%	11,6%	11,8%	12,0%	12,1%	12,0%	11,9%	11,8%
ROA	2,1%	1,4%	6,0%	4,6%	5,4%	5,6%	6,2%	6,6%	6,7%	7,0%	7,1%	7,4%	7,3%
Dług	402,74	352,87	283,0	276,1	205,4	165,9	102,5	72,5	66,5	45,0	30,0	0,0	0,0
D/(D+E)	46,7%	35,9%	32,2%	30,4%	23,0%	18,8%	11,8%	8,4%	7,6%	5,1%	3,4%	0,0%	0,0%
D/E	87,7%	56,0%	47,6%	43,6%	29,8%	23,1%	13,4%	9,2%	8,2%	5,4%	3,5%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-38,5%	-42,5%	-22,1%	-20,6%	-16,0%	-16,6%	-12,4%	-9,2%	-7,9%	-3,4%	-2,3%	-0,9%	0,0%
Dług / Kapitał własny	185,3%	142,4%	95,2%	81,4%	53,0%	39,2%	22,2%	15,2%	13,5%	8,9%	5,7%	0,0%	0,0%
Dług netto	399,2	319,2	181,4	146,7	90,2	60,0	16,0	-4,5	-21,6	-39,2	-55,5	-69,4	-83,4
Dług netto / Kapitał własny	183,6%	128,8%	61,0%	43,2%	23,3%	14,2%	3,5%	-1,0%	-4,4%	-7,7%	-10,6%	-12,9%	-15,1%
Dług netto / EBITDA	10,0	8,0	2,1	2,1	1,2	0,8	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	10,9	8,7	2,2	2,2	1,3	0,8	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0
EV	715,0	635,0	497,2	462,5	406,0	375,8	331,8	311,3	294,2	276,6	260,3	246,4	232,4
Dług / EV	56,3%	55,6%	56,9%	59,7%	50,6%	44,1%	30,9%	23,3%	22,6%	16,3%	11,5%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,4%	0,5%	3,2%	4,1%	1,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	87,7%	59,6%	115,4%	538,8%	681,2%	259,7%	98,4%	102,0%	97,7%	98,9%	98,1%	98,1%	97,6%
Amortyzacja / Przychody	0,9%	0,7%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	-46,8%	-6,5%	21,3%	2,1%	5,1%	-0,2%	0,0%	0,5%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-468,0%	-23,0%	62,0%	-71,4%	-185,8%	7,7%	0,7%	17,2%	5,6%	-0,6%	-2,2%	-17,7%	-15,6%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MC/S	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	17,7	23,1	6,0	7,5	6,5	6,4	5,9	5,6	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8
P/BV	1,45	1,27	1,06	0,93	0,81	0,74	0,68	0,66	0,64	0,62	0,60	0,58	0,57
P/CE	14,8	6,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4	2,1	2,2	2,1	2,4	2,1
EV/EBITDA	17,9	15,8	5,8	6,6	5,4	4,8	4,1	3,8	3,5	3,3	3,1	2,9	2,7
EV/EBIT	19,6	17,3	6,1	7,1	5,7	5,1	4,4	4,0	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9
EV/S	2,0	1,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	5,2	6,0	7,2	8,2	9,3	10,2	11,1	11,5	11,8	12,2	12,6	13,0	13,3
EPS	0,4	0,3	1,3	1,0	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6
CEPS	0,5	1,1	3,7	4,1	3,9	3,7	3,4	3,2	3,5	3,5	3,6	3,2	3,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,8	14,0	41,7	43,9	45,8	47,8	48,6	49,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,33	0,34	1,00	1,06	1,10	1,15	1,17	1,20

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 7,57 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	9,99	Kupuj	9,42	19.01.2014	7,57	50 325
Kupuj	9,42	---	---	11.09.2014	7,02	54 268

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 EV/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 19.01.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.01.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM 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 wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na liście restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 19.01.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.