



Dom Maklerski BDM S.A.

MARVIPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Istotne dyskonto względem największych deweloperów giełdowych oraz bardzo dobre wyniki finansowe w najbliższych latach stwarzają naszym zdaniem okazję do zwiększenia zaangażowania w walory Marvipolu. Okres 2014-15 będzie w wykonaniu spółki bardzo udany. Spodziewamy się, że Marvipol wypracuje w roku 2014 ok. 50 mln PLN zysku netto, co implikuje P/E bliskie 6x. W '15 oczekujemy, że Marvipol osiągnie ok. 40 mln PLN zysku netto, co będzie związane z harmonogramem przekazania i niższą marżą w segmencie deweloperskim. Obecna kapitalizacja spółki wynosi ok. 300 mln PLN, przy zadłużeniu na koniec 2Q'14 na poziomie 309 mln PLN (7,4 PLN/akcję). Naszym zdaniem wartość spółki jest niedoszacowana. Segment deweloperski wyceniamy modelem DCF na ok. 500 mln PLN (12,0 PLN/akcję, wartość księgowa zapasów to nawet ok. 634 mln PLN). Istotną zaletą jest posiadany bank ziemi w projekcie Central Park, który obejmuje ok. 2,2 tys. mieszkań, a jego zakończenie jest planowane dopiero na koniec 2021 roku. W naszej wycenie uwzględniamy również biurowiec Prosta Tower. Według naszych szacunków jego wartość rynkowa jest obecnie bliska 80 mln PLN (1,9 PLN/akcję, księgowo ok. 100 mln PLN). Nasza wycena jest mocno konserwatywna i biorąc pod uwagę korzystne położenie budynku (nowa nitka linia metra) widzimy możliwość jej podwyższenia. Mocny skok wyników w 2014 roku odnotowuje segment automotive, którego wartość określiliśmy obecnie na 133 mln PLN (3,2 PLN/akcję). Segment generuje zdecydowanie wyższe marże niż przeciętna dla podobnych podmiotów zagranicznych. W przypadku utrzymania powtarzalności wyników finansowych w najbliższych kwartałach dostrzegamy możliwość podniesienia wyceny segmentu (szansę na rozwój stanowi rozszerzenie gamy atrakcyjnych modeli przez Jaguara i Land Rovera). Szans na wzrost wartości Marvipolu dopatrujemy się także w planowanym rozdzieleniu podstawowej działalności na dwie spółki i osobnym notowaniu automotive, które jest spodziewane w 2H'15 – obecny model funkcjonowania biznesu jest z rezerwą odbierany przez część inwestorów. Pozytywnie odbieramy też kwestię stopniowego ograniczania zadłużenia przez Marvipol. Biorąc pod uwagę pozytywne czynniki decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia Kupuj, z ceną docelową 9,42 PLN. Według naszych założeń spółka jest handlowana przy P/E na lata 2014-15 rzędu 5,8-7,4x.

Spodziewamy się, że w ciągu 2-óch lat deweloper przekaze łącznie ok. 1,3 tys. lokali. Sprzedaż notarialna mieszkań z wysokomarżowych projektów (np. Bielany Residence czy Zielona Italia), pozwolą na wypracowanie ok. 308 mln PLN przychodów oraz 42,4 mln PLN zysku operacyjnego w roku 2014 oraz 32,3 mln PLN EBIT w roku 2015, co pozwoli na utrzymanie ok. 5-6% udziału w warszawskim rynku mieszkaniowym. Obecnie spółka posiada 217 gotowych lokali, z czego ok. 25% stanowią mieszkania w projekcie Hill Park (rentowność bliska zero, w 2Q'14 Marvipol zakontraktował 4 lokale z inwestycji, dostrzegamy ryzyko, że sprzedaż może znacznie rozciągnąć się w czasie).

Pozytywnie postrzegamy rozwój segmentu automotive. Rozbudowa sieci dealerskiej, wprowadzenie nowych modeli do oferty oraz ich niższe ceny powinny pozwolić na dalsze zwiększenie wolumenu sprzedaży (zakładamy ok. 1,2 tys. szt. w roku 2014). 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 przekazania w okolicach 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.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	319,0	354,4	494,3	664,1	727,1	734,3
EBITDA [mln PLN]	73,1	39,8	40,0	82,0	69,4	70,3
EBIT [mln PLN]	70,1	36,5	36,5	78,4	64,4	65,5
Zysk netto [mln PLN]	49,1	17,7	13,6	50,2	39,5	40,3
P/BV	1,53	1,34	1,18	0,98	0,86	0,77
P/E	5,9	16,5	21,4	5,8	7,4	7,2
EV/EBITDA	8,3	17,4	15,3	7,0	7,3	5,9
EV/EBIT	8,7	18,9	16,7	7,3	7,9	6,4
ROE	25,8%	8,2%	5,5%	16,8%	11,7%	10,7%

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 9,42 PLN

11 WRZEŚNIA 2014

Wycena końcowa [PLN]	9,42
Potencjał do wzrostu / spadku	+34,3%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	7,02
Kapitalizacja [mln PLN]	291,7
Ilość akcji [mln. szt.]	41,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,27
Stopa zwrotu za 3 mc	2,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	31,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	12,0%
Akcyonariat (% głosów):	
Książek Holding	71,6%
Pioneer Pekao	6,9%
Pozostali	21,5%

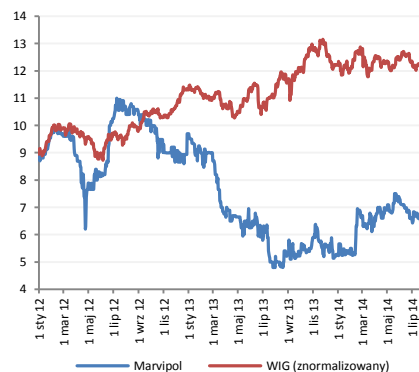
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA SOTP	5
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	13
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	14
OTOCZENIE RYNKOWE.....	19
WYNIKI ZA 2Q'2014	27
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	32
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	37

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). Metoda SOTP sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,42 PLN, co daje wartość spółki na poziomie 391,6 mln PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Segment deweloperski	497,2	11,97
B	Segment automotive	133,2	3,21
C	Prosta Tower	80,4	1,94
D	dług netto 2013	319,2	7,68
E = A+B+C-D Wycena końcowa		391,6	9,42

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rok 2014 zapowiada się dla spółki bardzo udanie. Przekazania mieszkań z 5 projektów oraz skokowy wzrost sprzedaży samochodów pozwolą na wypracowanie ok. 664 mln PLN przychodów. Jednocześnie dużo wyższy powinien okazać się wynik operacyjny, który według naszych założeń będzie bliski 78,4 mln PLN, przy wzroście marży EBIT do ok. 11,8% (+4,5 p.p.). Koszty finansowe powinny się wzrosnąć do poziomu 17-18 mln PLN, dlatego też można oczekiwać, że Marvipol osiągnie 50,2 mln PLN zysku netto. Tym samym marża netto podniesie się do 7,6%, co będzie oznaczało poprawę o 4,8 p.p. r/r.

Spodziewamy się, że w ciągu 2-óch lat deweloper przekaze łącznie ok. 1,2-1,3 tys. lokali. Sprzedaż notarialna mieszkań z wysokomarżowych projektów, takich jak Bielany Residence czy Zielona Italia, pozwolą na wypracowanie ok. 308 mln PLN przychodów w roku 2014 oraz 325,7 mln PLN w roku 2015, przy jednoczesnym podwyższeniu marży wyniku segmentu do ok. 13,8% w '14. Powinno to pozwolić na utrzymanie ok. 5-6% udziału w warszawskim rynku mieszkaniowym. Pozytywnie oceniamy również największy projekt w historii spółki – Central Park, położony na warszawskim Ursynowie. Do tej pory Marvipol wprowadził do sprzedaży podetap 1A, który obejmuje 441 lokali (225 zostało sprzedanych w 1H'14). Cała inwestycja ma liczyć ok. 2,2 tys. mieszkań i powinna być zrealizowana do końca 2022 roku, co w naszej ocenie gwarantuje zachowanie stabilności segmentu oraz brak wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

Nadchodzący okres powinien być również bardzo udany dla drugiego segmentu działalności. Zarząd Marvipolu zapowiedział rozbudowę swojej sieci dealerskiej o kolejne salony jeszcze w obecnym roku, a docelowo w roku 2016 ma ich być 16, co oznacza zwiększenie o 6 obiektów względem obecnego stanu. Większa ilość placówek oraz wprowadzenie kilku nowych modeli zarówno Land Rovera, jak i Jaguara, powinno zaowocować sprzedażą nawet 1,2 tys. aut w roku 2014 oraz ok. 1,4 tys. w 2015. Według naszych założeń pozwoli to na wypracowanie ok. 338,9 mln PLN przychodów w '14. Jednocześnie liczymy się ze spadkiem średniej ceny sprzedawanych samochodów, co w dużej mierze będzie skutkiem wprowadzenia do oferty modeli z niskolitrażowym silnikiem.

Według naszych założeń spółka będzie utrzymywać poziom kontraktacji i przekazania w okolicach 800 mieszkań, a sprzedaż hurtowa samochodów będzie stopniowo zwiększać się do ponad 1,6 tys. szt. rocznie. Uważamy, że obecny kurs jest dobrą okazją do zwiększenia zaangażowania w walory spółki, dlatego też rozpoczynamy pokrywanie Marvipol od zalecenia Kupuj z ceną docelową 9,42 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 5,8-7,4x. Przy naszej cenie docelowej spółka P/E rzędu 7,8x w 2014 i 9,9x w roku 2015.

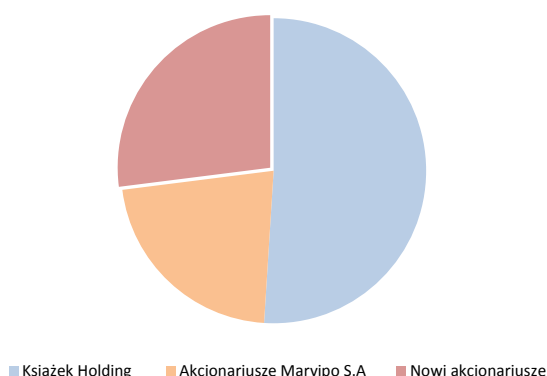
STRATEGIA GRUPY NA NAJBLIŻSZE LATA

W ogłoszonej niedawno strategii spółki na pierwszy plan wysuwa się rozdzielanie 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 w 2H'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.

Spodziewana struktura akcjonariatu M Automotive Holding w przypadku IPO



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 abychy, 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. Wprowadzone mają być także usługi finansowe pod nazwą JLR Finance. Łączne planowane wydatki inwestycyjne w okresie 2014-18 mają wynieść ok. 60 mln PLN, co po części ma być sfinansowane z IPO. 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

Marvipol nakreślił również podstawowe założenia dla segmentu mieszkaniowego. W długim okresie czasu spółka chce ugruntować swoją pozycję na warszawskim rynku mieszkaniowym i znajdować się w trójce największych deweloperów. Już w roku 2016 wolumen sprzedaży i przekazania ma zwiększyć się do ok. 800 lokali rocznie, przy jednoczesnym utrzymaniu marży brutto na poziomie +21%. Spółka ma skupić się na mieszkaniach w segmentach standard i premium (co roku w ofercie ma być ok. 40 lokali o łącznym PUM 4tys. m² i zdecydowanie wyższej cenie). Wśród założeń finansowych należy wskazać ograniczenie wskaźnika zadłużenia netto do kapitału własnego na poziomie 0,8-1x (na koniec '13 wskaźnik wynosił 1,25x). Zarząd nie wyklucza jednocześnie współfinansowania projektów przez partnerów finansowych na poziomie equity w wybranych projektach. Marvipol wyraża także chęć wypłaty dywidendy, ale dopiero w momencie zrealizowania wyżej wskazanych założeń finansowych i operacyjnych.

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 o 650 mieszkań w 2014 r., a w 2015 ok. 655 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował na poziomie ok. 800 mieszkań. Zakładamy również, że Marvipol zakontraktuje w latach 2014-15 ok. 680 i 700 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%.
- 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 2023 roku.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 11.09.2014.

Model DCF segmentu deweloperskiego

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	307,8	325,7	333,1	283,6	290,9	297,4	304,2	310,4	316,2	321,7
EBIT [mln PLN]	42,4	32,3	33,3	33,5	30,9	31,3	32,1	31,6	32,4	32,8
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]	8,1	6,1	6,3	6,4	5,9	6,0	6,1	6,0	6,2	6,2
NOPLAT [mln PLN]	34,3	26,1	27,0	27,1	25,1	25,4	26,0	25,6	26,2	26,5
Amortyzacja [mln PLN]	1,0	1,8	1,4	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
CAPEX [mln PLN]	-2,8	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	24,1	33,6	86,4	11,6	39,9	45,1	9,6	5,0	-1,1	-3,1
FCF [mln PLN]	56,7	58,8	112,2	37,9	64,1	69,9	35,0	30,2	24,8	23,3
DFCF [mln PLN]	55,4	53,3	93,7	29,2	45,2	45,2	20,6	16,2	12,1	10,3
Suma DFCF [mln PLN]	381,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	262,9				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	116,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]*	497,2									

Przychody zmiana r/r	46,2%	5,8%	2,3%	-14,9%	2,6%	2,2%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%
EBIT zmiana r/r	64,5%	-23,9%	3,2%	0,6%	-7,7%	1,3%	2,4%	-1,3%	2,4%	1,1%
FCF zmiana r/r	13,6%	3,7%	90,8%	-66,2%	69,2%	8,9%	-49,8%	-13,7%	-17,9%	-6,2%
Marża EBITDA	14,1%	10,4%	10,4%	12,4%	11,1%	11,1%	11,0%	10,7%	10,7%	10,7%
Marża EBIT	13,8%	9,9%	10,0%	11,8%	10,6%	10,5%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%
Marża NOPLAT	11,2%	8,0%	8,1%	9,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,3%	8,3%	8,2%
CAPEX / Przychody	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	273,0%	150,8%	181,6%	153,7%	153,6%	141,4%	135,6%	126,2%	117,9%	108,5%
Zmiana KO / Przychody	-7,8%	-10,3%	-25,9%	-4,1%	-13,7%	-15,2%	-3,2%	-1,6%	0,4%	1,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-24,8%	-187,7%	-1168%	23,5%	-547,5%	-691,3%	-141,9%	-80,0%	19,7%	56,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
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	58,1%	60,7%	74,4%	74,1%	83,4%	83,7%	98,6%	100,0%	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	41,9%	39,3%	25,6%	25,9%	16,6%	16,3%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,7%	7,8%	8,6%	8,6%	9,1%	9,1%	9,9%	10,0%	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								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	511,4	516,4	522,5	530,4	540,9	555,6	577,3	613,2	683,3
	0,8	504,9	509,3	514,7	521,6	530,6	542,8	560,4	588,1	637,6
	0,9	498,7	502,6	507,4	513,4	521,1	531,5	546,0	567,8	604,4
	1,0	492,7	496,3	500,5	505,8	512,5	521,4	533,4	551,0	579,0
	1,1	487,1	490,3	494,1	498,7	504,6	512,2	522,4	536,8	558,7
	1,2	481,7	484,5	487,9	492,1	497,2	503,8	512,5	524,4	542,0
	1,3	476,5	479,1	482,1	485,8	490,4	496,1	503,5	513,6	527,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	510,1	514,9	520,9	528,6	538,8	552,9	573,7	607,7	672,8
	4%	495,1	498,8	503,2	508,8	515,9	525,3	538,3	557,4	588,4
	5%	481,7	484,5	487,9	492,1	497,2	503,8	512,5	524,4	542,0
	6%	469,5	471,8	474,4	477,6	481,5	486,2	492,3	500,3	511,4
	7%	458,4	460,2	462,3	464,8	467,7	471,3	475,7	481,4	488,8
	8%	448,2	449,6	451,3	453,2	455,5	458,3	461,6	465,7	470,9
	9%	438,6	439,8	441,2	442,7	444,5	446,7	449,2	452,3	456,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość model DCF: beta/premia za ryzyko

		beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	557,2	548,3	544,0	540,1	536,5	533,3	530,3	527,5	524,9
	4%	537,5	527,7	523,5	519,8	516,4	513,3	510,6	508,0	505,7
	5%	520,9	510,5	506,6	503,1	500,0	497,2	494,7	492,5	490,4
	6%	506,7	495,9	492,2	489,0	486,2	483,7	481,5	479,5	477,6
	7%	494,2	483,1	479,7	476,8	474,3	472,0	470,0	468,2	466,6
	8%	483,1	471,7	468,6	466,0	463,7	461,6	459,9	458,3	456,8
	9%	473,1	461,4	458,6	456,2	454,2	452,3	450,7	449,3	448,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

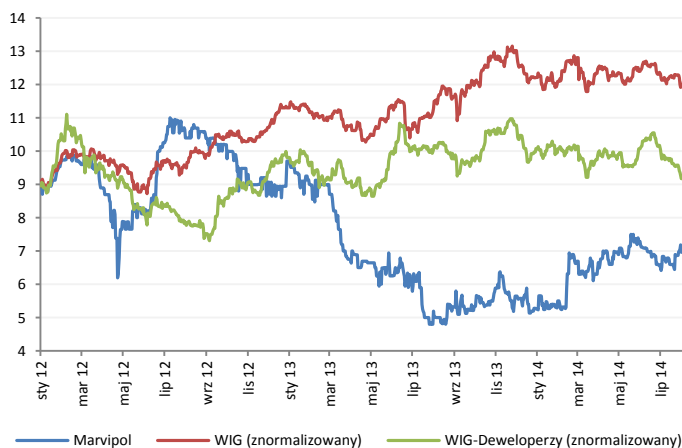
Wycena porównawcza dla segmentu deweloperskiego została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-16. W wycenie uwzględniliśmy duże polskie i zagraniczne podmioty. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). Waga kolejnych lat wynosi odpowiednio po 20%/40%/40%. Wycena segmentu deweloperskiego metodą porównawczą sugeruje jego wartość na **211,0 mln PLN**, czyli o 55% poniżej wyceny uzyskanej metodą DCF. 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*		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIK Group	6,3	4,5	3,8	1,8	1,2	1,0
Kaufman & Broad	14,6	13,8	9,9	2,6	2,3	0,3
Taylor & Wimpey	10,7	7,8	6,7	1,4	1,3	1,2
Bovis Homes	10,2	7,7	6,6	1,2	1,1	0,9
Barratt Developments	12,2	8,7	7,3	1,1	1,0	0,9
Persimmon	10,5	8,4	7,1	1,8	1,7	1,5
Dom Development	21,4	15,3	11,4	1,3	1,2	1,2
Robyg	18,6	11,7	11,4	1,3	1,3	1,2
Mediana	11,4	8,6	7,2	1,4	1,3	1,1
Wycena wg wskaźnika [mln PLN]	231,6	173,1	145,7	282,6	254,7	224,3
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [mln PLN]		173,9			248,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia/dyskonto		0%				
Wycena segmentu [mln PLN]		211,0				

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

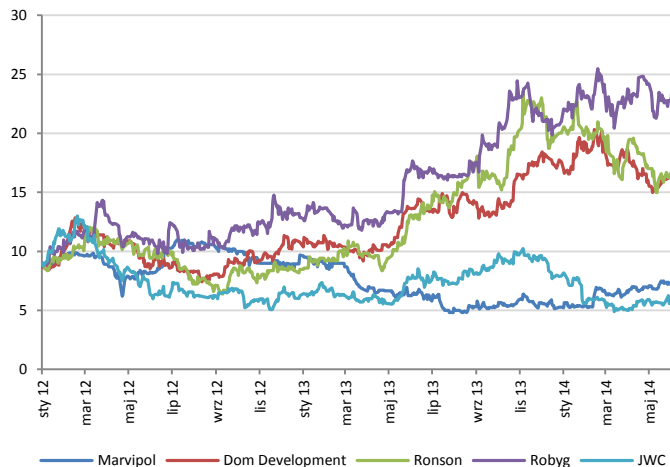
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Względem WIG i indeksu branżowego kurs akcji jest wyraźnie słabszy, jednak od połowy 1Q'14 wartość Marvipolu znacznie wzrosła.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

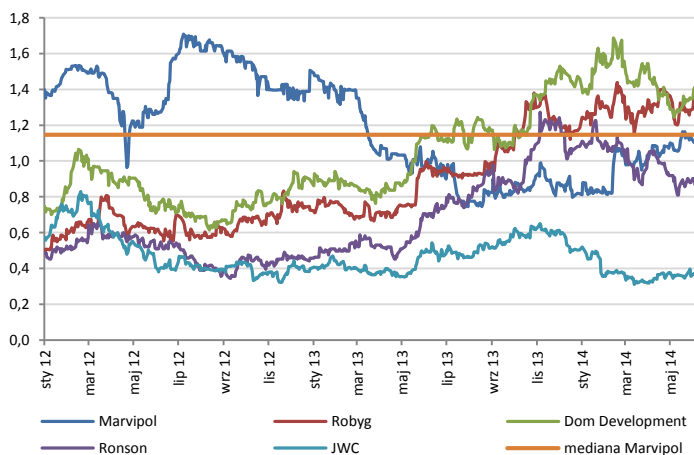
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych



Spółka jest notowana z dużym dyskontem również względem głównych deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie zachowania P/BV Marvipolu na tle głównych konkurentów giełdowych



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SEGMENTU AUTOMOTIVE

Główne założenia dla segmentu:

- Spodziewamy się, że Marvipol sprzeda w roku 2014 blisko 1,2 tys aut, natomiast roku 2015 liczba wzrośnie do ponad 1,4 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 60 mln PLN.

Założenia dotyczące segmentu automotive

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sprzedaż aut [tys szt]	0,95	1,18	1,36	1,42	1,45	1,48	1,51
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	268,2	338,9	384,2	383,9	392,0	400,3	408,6
EBITDA [mln PLN]	21,0	32,6	33,3	33,5	34,1	34,0	34,0
EBIT [mln PLN]	19,7	31,6	31,9	31,9	32,2	31,3	31,7
Zysk brutto [mln PLN]	19,7	29,8	30,7	31,3	32,2	31,3	31,7
Zysk netto [mln PLN]	16,0	24,2	24,9	25,4	26,1	25,4	25,6
Amortyzacja [mln PLN]	1,3	1,0	1,4	1,6	1,9	2,7	2,4
CAPEX [mln PLN]	0,0	0,2	20,2	36,2	8,7	2,2	2,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-	-30,5	-1,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3
Przychody zmiana r/r	10,1%	26,4%	13,4%	-0,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża EBITDA	7,8%	9,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%	8,3%
Marża EBIT	7,3%	9,3%	8,3%	8,3%	8,2%	7,8%	7,7%
Marża netto	5,9%	7,1%	6,5%	6,6%	6,6%	6,3%	6,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiliśmy mnożniki rynkowe dla spółek zajmujących się handlem nowymi samochodami.

Charakterystyka wybranych podmiotów z branży automotive

INCHCAPE – międzynarodowa (m.in. UK, Emerging Markets, Australia) sieć dystrybucji i sprzedaży samochodów klasy premium
 GROUP 1 AUTOMOTIVE – spółka obecna w USA, UK i Brazylii, specjalizuje się w sprzedaży Toyoty, BMW i Hondy
 SONIC AUTOMOTIVE – spółka działa na rynku amerykańskim, specjalizuje się w sprzedaży BMW oraz aut japońskich
 D'IETEREN – największy dystrybutor aut grupy VW w Belgii, jednocześnie największa globalna sieć napraw szyb samochodowych
 AUTONATION – największy amerykański dealer pod względem sprzedaży w 2013 roku
 LITHIA MOTORS – spółka działa na rynku amerykańskim, zajmuje się głównie sprzedażą marek krajowych i japońskich
 PENSKE – spółka działa głównie na rynku amerykańskim i brytyjskim, główne źródło przychodów stanowi sprzedaż marek premium (BMW, Audi, Mercedes, Land Rover) oraz japońskich (Toyota, Honda)

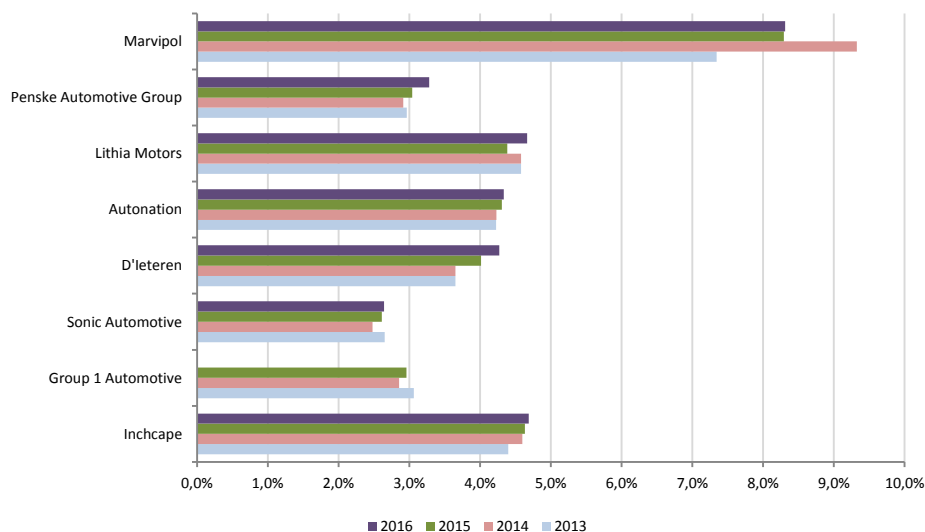
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Analiza porównawcza segmentu automotive

	P/E			EV/EBITDA			P/BV		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
INCHCAPE	13,7	13,0	12,2	8,2	7,7	7,0	1,7	1,5	1,3
GROUP 1 AUTOMOTIVE	13,0	11,6	9,7	7,8	7,1	-	1,9	1,5	1,3
SONIC AUTOMOTIVE	12,7	11,4	11,4	6,6	6,1	6,0	1,9	1,7	1,4
D'IETEREN	14,7	12,1	11,0	6,9	6,1	5,6	1,0	0,9	0,9
AUTONATION	16,1	14,7	13,8	9,2	8,5	7,8	2,9	2,5	2,1
LITHIA MOTORS	18,1	14,3	13,9	10,3	7,9	7,6	3,7	3,0	2,5
PENSKE	14,6	13,2	12,3	9,4	8,5	8,0	2,4	2,1	1,8
Mediana	14,6	13,0	12,2	8,2	7,7	7,3	1,9	1,7	1,4

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 2014 roku. Uważamy, że oparcie się na dłuższym horyzoncie czasowym niesie za sobą ryzyko związane z realizacją założeń, które głównie zależą od przyjęcia nowych modeli przez polski rynek, czego nie jesteśmy obecnie w stanie wiarygodnie oszacować. Mediana dla grupy porównawczej dla EV/EBITDA za 2014 rok wynosi 8,2x. Ze względu na niskowy i mało zdywersyfikowany profil działalności Marvipolu w segmencie motoryzacyjnym oraz brak krajowych porównywalnych spółek zdecydowaliśmy się zastosować 50% dyskonto (spodziewamy, że dyskonta będą wymagać inwestorzy przy IPO segmentu). Przy zastosowaniu powyższej metodologii wartość segmentu automotive ustaliliśmy na poziomie **133,2 mln PLN**. W przypadku utrzymania powtarzalności obecnych wyników dostrzegamy duży potencjał do podniesienia naszej wyceny (zwracamy uwagę, że EBIT segmentu w 1H'14 jest o 52% wyższy niż w 1H'13 i 56% wyższy niż w 1H'12).

Wycena segmentu automotive

	Segment automotive
EBITDA'14 [mln PLN]	32,6
Mnożnik EV/EBITDA	8,2
dyskonto	-50%
Mnożnik EV/EBITDA po dyskoncie	4,1
Wycena [mln PLN]	133,2

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**

Zdecydowanie negatywnie prezentuje się zadłużenie netto spółki w relacji do EBITDA (5x), a w porównaniu z BV zadłużenie netto wynosi ok. 1,1x. Spodziewamy się jednak, że w wyniku znacznego zmniejszenia zapasów w segmencie deweloperskim Marvipolowi bez problemu uda się zmniejszyć poziom zadłużenia i zwiększyć stan posiadanej gotówki już w latach 2015-16. Bardzo możliwa jest również sprzedaż biurowca Prosta, co mogłoby wygenerować ok. 80-102 mln gotówki (wyższa z wartości dotyczy wartości księgowej biurowca).
- **Dwuprzedmiotowa 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 utraty segmentu automotive**

Jednym z ryzyk dla spółki jest możliwość utraty prowadzenia działalności motoryzacyjnej, np. w przypadku zmiany systemu działalności przez JLR w Polsce. Obecnie spółka negocjuje prolongatę umowy z JLR. Naszymi oczekujemy, że obecna umowa zostanie przedłużona na kolejne lata.
- **Niski free float**

Free float stanowi prawie 21,5%. Niemal 71,6% udziałów znajduje się w rękach prezesa spółki, Mariusza Książka. Drugim udziałowcem powyżej progu 5,0% jest Pioneer Pekao Investment Management SA.
- **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. nakłada obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciągany kredyt mieszkaniowy od 1 stycznia 2014 r. 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.

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Marvipol jest deweloperem mieszkaniowym, działającym na terenie Warszawy. Z danych rynkowych wynika, że spółka posiada 5% udział w corocznej sprzedaży mieszkań na tym rynku. Działalność spółki obejmuje także sprzedaż luksusowych samochodów oraz działalność myjni samochodowych.

Spółka działa na rynku mieszkaniowym od 1996 r., jednak jako spółka akcyjna funkcjonuje od lutego 2006 r. Na rynku głównym GPW deweloper jest notowany od czerwca 2008 r. i przynależy do indeksu InvestorMS. Głównym akcjonariuszem, a zarazem prezesem Marvipolu, jest Mariusz Książek, który posiada ponad 71,6% akcji kierowanej przez siebie spółki. W wyniku przeprowadzonej na przełomie IX-X'13 prywatnej oferty akcji inwestorzy instytucjonalni nabyli prawie 3,3 mln istniejących walorów oraz nieco ponad 4,3 mln nowych akcji, które odpowiadały 18,9% akcji w kapitale spółki.

Struktura akcjonariatu grupy kapitałowej Marvipol

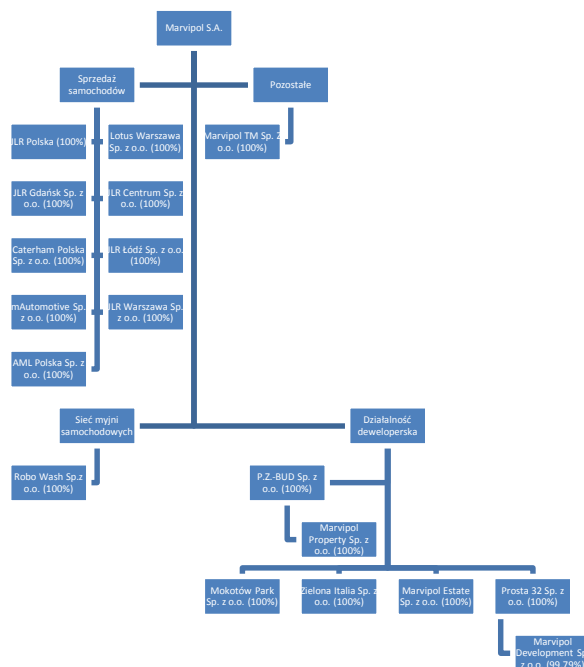
	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Książek Holding	29 744 251	71,6%	29 744 251	71,6%
Pioneer Pekao IM	2 863 742	6,9%	2 863 742	6,9%
Pozostali	8 943 859	21,5%	8 943 859	21,5%
Razem	41 551 852	100%	41 551 852	100%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Do działalności grupy należy zaliczyć realizację inwestycji deweloperskich, zarządzanie nieruchomościami na zlecenie oraz wynajem powierzchni (Prosta Tower). W szerokim segmencie motoryzacyjnym wyróżniliśmy sprzedaż wysokiej klasy aut (Jaguar, Aston Martin, Caterham, Aston Martin) oraz części i akcesoriów do pojazdów mechanicznych. Należy tu też wyróżnić obsługę i naprawę sprzedawanych pojazdów. Trzecim segmentem operacyjnym spółki jest prowadzenie myjni samochodowych.

Marvipol stoi na czele grupy kapitałowej, w skład której wchodzi spółki zależne – celowe, które są przypisane konkretnym przedsięwzięciom deweloperskim i poszczególnym segmentom działalności niedeweloperskiej.

Struktura grupy kapitałowej Marvipol S. A.



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT DEWELOPERSKI

Dla Marvipolu jest to jeden z dwóch głównych segmentów operacyjnych. Od początku działalności spółka zrealizowała 15 inwestycji mieszkaniowych oraz wybudowała 1 biurowiec (Prosta Tower), w którym mieści się siedziba zarządu grupy kapitałowej oraz dział sprzedaży. Łącznie zbudowała 2 000 lokali mieszkaniowych o łącznym PUM wynoszącym 126,7 tys. m².

Projekty zrealizowane przez spółkę od początku działalności

Projekt	Segment	Termin zakończenia inwestycji	PUM [m2]	Liczba mieszkań i lokali użytkowych	Przychód ze sprzedaży [mln PLN]	Rentowność projektu	Koszty [mln PLN]
Apartamenty Mokotów Park Etap I	Apartamenty	4Q'11	9 110	130	80,0	25,0%	60,0
Villa Cavaletti	Popularny	4Q'10	3 354	39	22,7	44,0%	12,7
Melody Park	Apartamenty	4Q'09	22 575	166	58,4	18,0%	47,9
Villa Avanti	Popularny	4Q'09	2 914	308	195,7	24,0%	148,7
Wiatraczna Residence	Popularny	2Q'09	10 515	39	24,8	5,0%	23,6
Osiedle Platany	Popularny	4Q'08	18 451	316	118,3	14,0%	101,7
Mokotów Residence	Apartamenty	3Q'08	9 079	119	55,8	21,0%	44,1
Villa Camerata	Apartamenty	4Q'07	3 353	75	33,6	27,0%	24,5
Villa Marina	Popularny	4Q'06	5 849	55	16,8	12,0%	14,8
Kazimierzowska Residence	Apartamenty	3Q'06	10 982	118	72,7	38,0%	45,1
Dom przy Agorze	Popularny	4Q'05	8 142	144	29,5	24,0%	22,5
Biełański Dom	Popularny	2Q'04	7 436	148	23,2	39,0%	14,1
Międzynarodowa Residence	Apartamenty	4Q'03	5 651	100	22,3	30,0%	15,6
Dom pod Klonem	Popularny	3Q'02	5 018	49	25,7	41,0%	15,2
Stawki Residence	Apartamenty	2Q'02	4 307	123	18,6	41,0%	11,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obecnie spółka realizuje 6 inwestycji, których łączna powierzchnia wynosi 190 tys. m² PUM. Według planów liczba mieszkań i lokali użytkowych, które spółka przeznaczyła do sprzedaży wynosi 2 141 lokale, z których 1489 jest już sprzedanych. Oferta składa się z dwóch projektów w segmencie apartamentowców i segmencie popularnym oraz po jednej inwestycji o podwyższonym standardzie oraz rezydencję (projekt przeznaczony do zamożniejszego grona nabywców, dolny próg ceny zakupu to 1,0 mln PLN).

Projekty w trakcie realizacji

Projekt	Segment	Termin oddania do użytku pierwszych lokali	PUM [tys. m2]	Liczba mieszkań i lokali użytkowych	Liczba sprzedanych lokali
Mokotów Park	Apartamenty	4Q'13	52,0	432	357
Zielona Italia	Popularny	4Q'14	54,0	888	797
Hill Park	Apartamenty	1Q'14	17,3	52	6
Bielany Residence	Podwyższony Standard	1Q'14	24,0	396	396
Art. Eco Rezydencja	Rezydencja	2Q'14	19,8	314	150
Central Park, e. 1a	Popularny	3-4Q'15	22,9	441	203

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prosta Tower

Spółka wybudowała dotychczas jeden biurowiec (i nie planuje budować kolejnych). Budynek znajduje się przy ul. Prosta 32 i został oddany do użytku w 3Q'11. Koszt inwestycji szacowany jest na ok. 98 mln PLN. Jest on częściowo (w ok. 85%) przeznaczony na wynajem powierzchni biurowych. Reszta powierzchni jest wykorzystywana na potrzeby własne zarządu (ok. 1,2 tys. m²). Inwestycja ma 19 pięter oraz 5 kondygnacji parkingu podziemnego. Zarząd Marvipolu nie planuje sprzedaży biurowca w najbliższym okresie, co jest spowodowane brakiem ofert, które gwarantowałyby odpowiednią stopę zwrotu z inwestycji.

SEGMENT MOTORYZACYJNY

Jest to drugi segment operacyjny, w którym działa spółka. Marvipol prowadzi działalność poprzez 9 spółek zależnych rozlokowanych na terenie całego kraju. Oferta grupy obejmuje import i sprzedaż samochodów z segmentu premium i high luxury (HLS), sprzedaż części samochodowych do posiadanych w ofercie marek oraz usług serwisowe i gwarancyjne. Spółka jest autoryzowanym generalnym importerem lub jedynym autoryzowanym dealerem 5 marek (Aston Martin, Land Rover, Caterham, Jaguar i Lotus).

Salony dealerskie Marvipolu w Polsce



Źródło: BDM S.A., spółka

Na osiągnięte przez Marvipol wyniki w tym segmencie istotny wpływ ma sytuacja zewnętrzna. Mamy tu szczególnie na myśli kondycję finansową producentów i portfolio oferowanych modeli. Wolumen sprzedaży w grupie jest istotnie podatny na wprowadzanie nowych modeli do sprzedaży oraz specyfikację techniczną. Nieistotna okazała się natomiast sprzedaż marek przez Forda do indyjskiej spółki Tata za ok. 2,0 mld USD (obawiano się utraty prestiżu oferowanych aut).

Głównym podmiotem w tym segmencie jest JLR Polska, która prowadzi sprzedaż aut marek Jaguar i Land Rover poprzez sieć dealerską, w skład której wchodzi zarówno salony należące do spółek zależnych Marvipolu (np. JLR Centrum), jak i niezależni dealerzy. Grupa posiada 4 własne obiekty (dwa w Warszawie, jeden w Łodzi i Gdańsku), 6 obiektów partnerskich oraz 1 punkt serwisowy. Drugim istotnym podmiotem w strukturze grupy jest Aston Martin Warszawa, który jest autoryzowanym dealerem samochodów tej marki. Dodatkowo prowadzi także działalność serwisową.

Oferowane modele samochodów

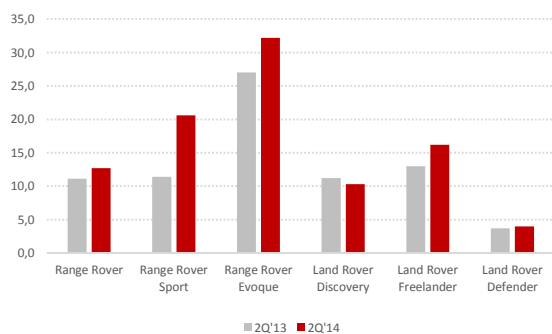
Prerównanie modeli samochodów							
	Model	Cena min. [tys. PLN]	Typ		Model	Cena min. [tys. PLN]	Typ
JAGUAR	XF	209,5	Sedan, Sportbrake	LAND ROVER	Range Rover Sport	321,9	SUV
	XFR	474,7			Range Rover	488,8	
	XFR-S	549,5			Range Rover Evoque	230,8	
	XF-Sportbrake	237,2			Land Rover Discovery	239,7	
	XJ Luxury	350,6			Freelander 2	162,8	
	XJ LuPremium Luxury	374,4	Devender		135,2		
	XJ Portfolio	407,2	Limuzyna	CATERHAM	Roadsport 120	137,9	
	XJR SWB	715,7			Superlight R300	187,2	
	XK Coupe	481,5			Roadsport 175	167,3	
	XK Portfolio Coupe	522,8			Superlight R400	201,2	
	XKR Coupe	560,2			CSR	201,7	
	XKR-S Coupe	602,7			Coupe	Superlight R500	239,0
	JAGUAR XK CONVERTIBLE	524	Convertible	LOTUS	Evora	354,8	
	JAGUAR XK PORTFOLIO CONVERTIBLE	565,7			Elise	171,1	
	JAGUAR XKR CONVERTIBLE	680,0			Exige S	365,7	
	JAGUAR XKR-S CONVERTIBLE	722,1		ASTON MARTIN*	Virage	748,4	Coupe
	F-Type	387,5	Vanquish		912,5		
	F-Type S	447,0					
	F-Type V8 S	524,0					
	F-Type Coupe	b.d.					
	F-Type S Coupe	b.d.	Coupe				
	F-Type R Coupe	b.d.					

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., JLR Polska; * dostępne obecnie w salonie

JLR zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe w 2Q'14. Przychody ze sprzedaży producenta aut do 5,3 mld GBP (+1,3 mld GBP). Przełożyło się to na wzrost EBITDA do 1,1 mld GBP (+68% r/r). JLR wypracował jednocześnie 693 mln GBP zysku netto, co stanowi niemal 100%-ową poprawę względem 2Q'13. Progres widać również w wynikach sprzedażowych. Na całym świecie liczba sprzedanych detalicznie samochodów marek Jaguar i Land Rover wzrosła do 115,8 tys. sztuk (+19% r/r), z czego 83% stanowiła sprzedaż Land Rovera. W ujęciu hurtowym (wholesale) sprzedaż wzrosła do 115,2 tys. sztuk.

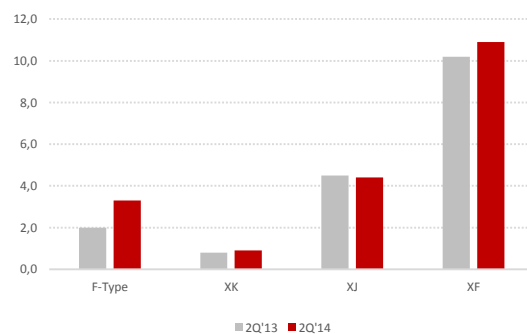
W ujęciu geograficznym największy udział w sprzedaży ma rynek chiński, który odpowiada za średnio 22,5% sprzedanych samochodów w ujęciu detalicznym oraz 23% sprzedaży wholesale. Warto zauważyć, że niemal 18% transakcji zakupu ma miejsce w Wielkiej Brytanii, co jest wynikiem porównywalnym z rynkami zbytu w Ameryce Północnej oraz w pozostałej części Europy.

Sprzedaż modeli Land Rovera na świecie w 2Q'14 [tys szt]



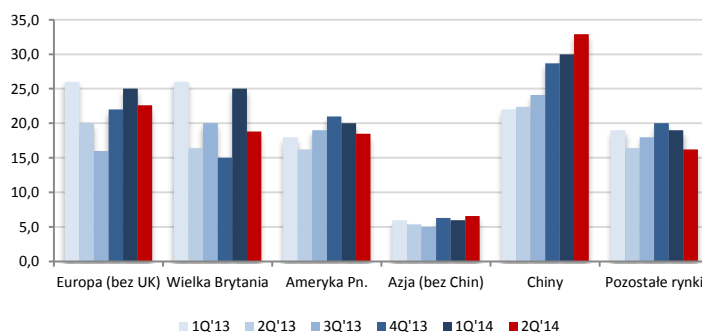
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Tata Motors

Sprzedaż modeli Jaguara na świecie w 2Q'14 [tys szt]



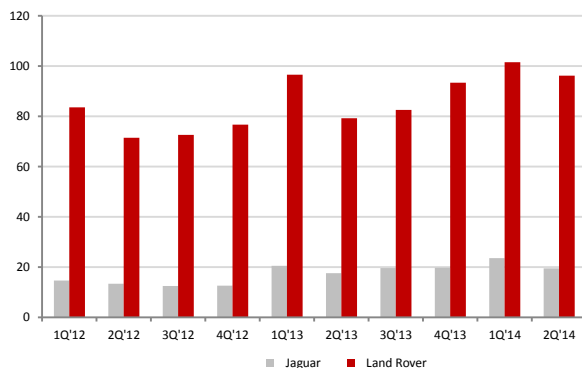
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Tata Motors

Udział regionów w sprzedaży detalicznej



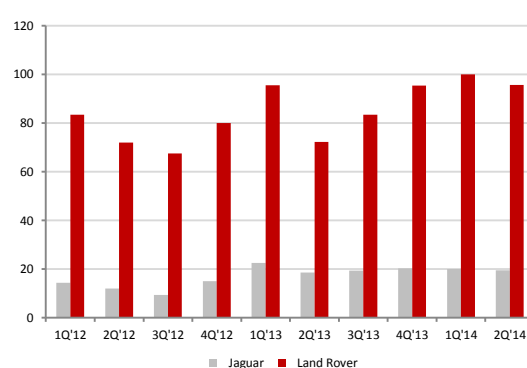
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Tata Motors

Sprzedaż detaliczna wg marek [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; Tata Motors

Sprzedaż hurtowa wg marek [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; Tata Motors

Właściciel JLR, hinduska spółka Tata, zapowiedział mocną rozbudowę portfolio obu marek. W roku 2015 do sprzedaży ma trafić nowy Jaguar XE (od początku '15), Jaguar F-Type Project 7 (sprzedaż ma ruszyć najpóźniej od połowy '15) oraz Land Rover Discovery Sport, który będzie w sprzedaży od 1-2Q'15. Wszystkie

modele mają posiadać silniki poniżej 2l. Tata zamierza również kontynuować plan inwestycyjny, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, co ma pozwolić na umocnienie pozycji obu marek.

Planowane modele do wprowadzenia w roku 2015

Marka	Model	Cena min. [tys. PLN]	Typ	Premiera
Jaguar	XE	142,6	coupe	9 września 2014
Jaguar	F-Type Project 7	471,0	convertible	-
Land Rover	Discovery Sport	158,4	SUV	3 września 2014

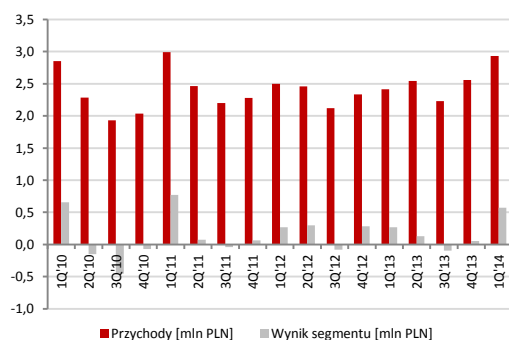
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLR

SEGMENT MYJNI SAMOCHODOWYCH

Myjnie samochodowe stanowią trzeci segment operacyjny Marvipolu. Pierwsza myjnia powstała w 1997 r. Obecnie spółka posiada 6 obiektów zlokalizowanych w Warszawie oraz 1 w Koninie. Na sieć składają się Robo Wash Center i Robo Wash Express. W ramach uruchomienia punktu myjni samochodowej Marvipol realizuje cały proces, czyli utworzenie punktu oraz zarządzanie nim. Sieć obsługuje klientów indywidualnych oraz floty samochodowe.

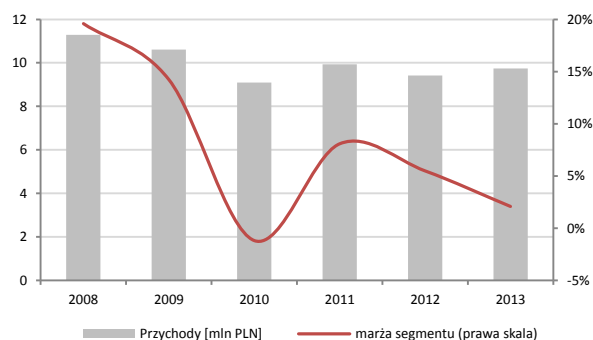
Według ogłoszonej niedawno strategii spółki zamierza wydzielić segment ze struktury grupy kapitałowej. Na razie nie zapadła jednak decyzja w jakiej formie miałoby to mieć miejsce, a także czy działalność zostanie sprzedana.

Wynik segmentu myjni [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność segmentu w ujęciu rocznym



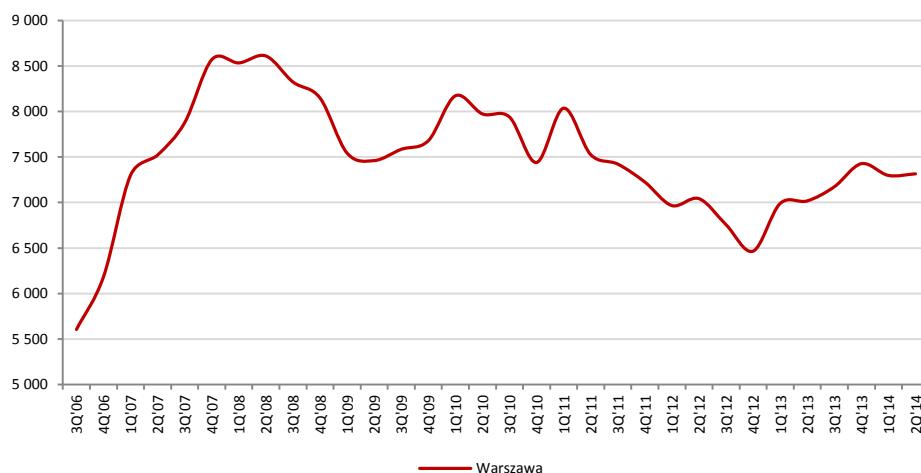
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 1Q'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 spadła poniżej poziomu 40 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.

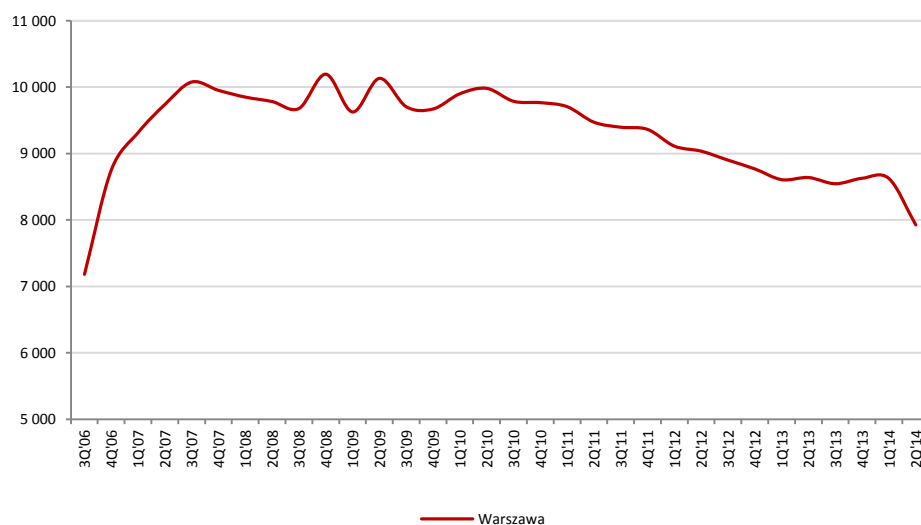
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny nieznacznie wzrosły w 2Q'14. W Warszawie spadek był wywołany m. in. wstrzymaniem kontraktacji mieszkań w projekcie Żłota 44. Obecnie średnia cena ofertowa mieszkań w stolicy wynosi ok. 7,9 tys. PLN/m².

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Marvipol



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Marvipol

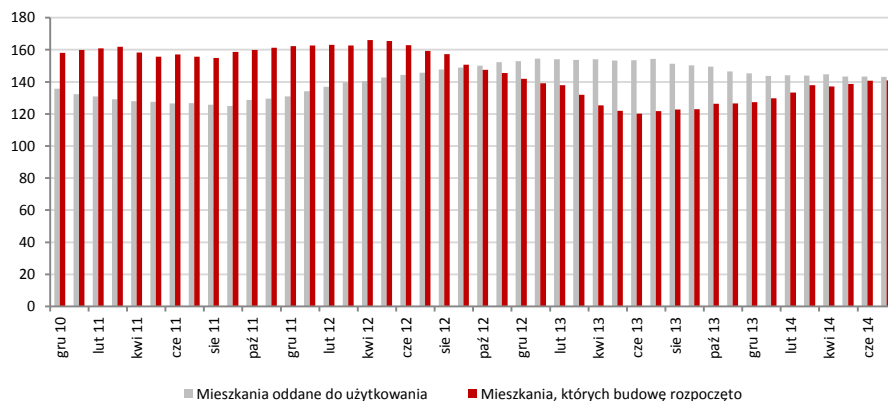


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

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 nowozaczącym inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich

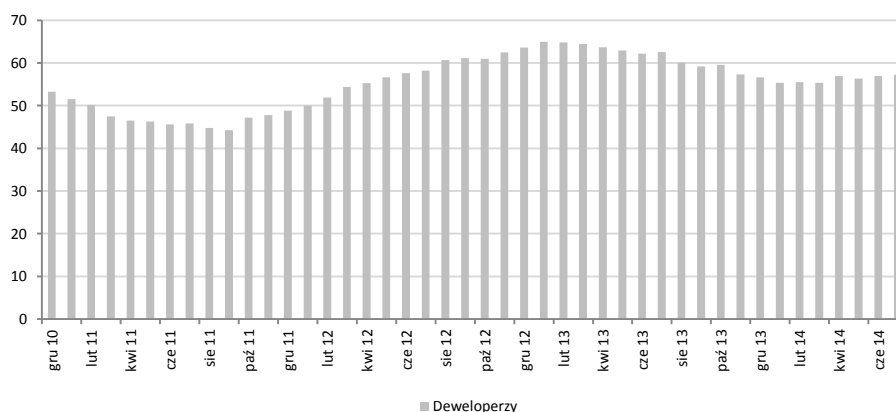
12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 45% pozwoleń na budowę. Odwrotna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty dominują, utrzymując ok. 57%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Liczba rozpoczętych budów i przekazanych lokali [tys.]



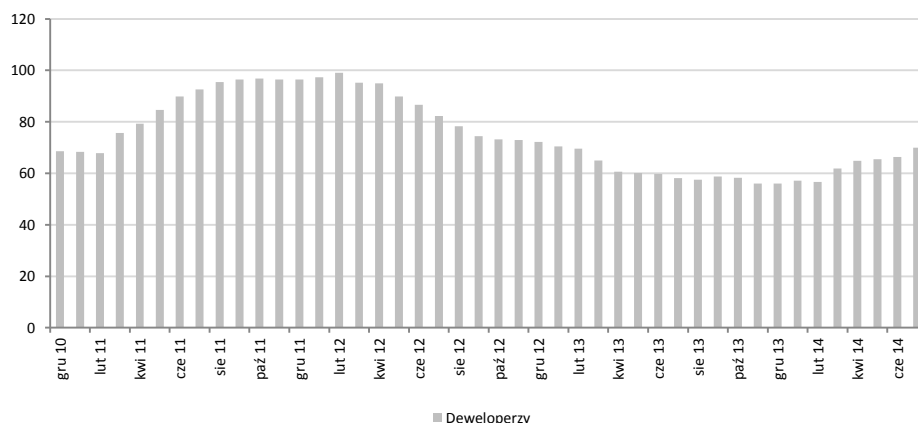
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

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

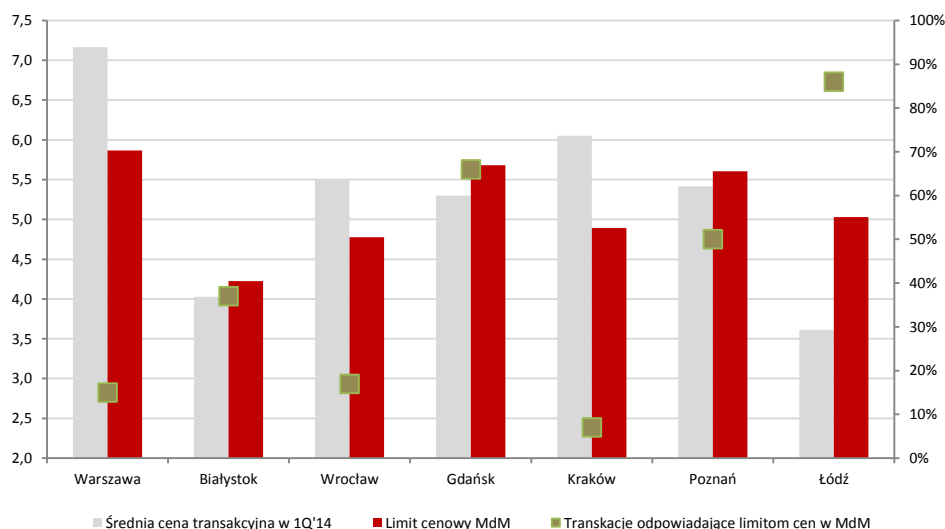
Na rynek bardzo mocno oddziałują kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i wcześniejsze regulacje (ustawa

deweloperska i rekomendacja S3). 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 wzmacniały także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych NBP w 1Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych. Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Patrząc na działalność większości deweloperów można zauważyć, że pomimo upływu 2-óch lat od wejścia w życie „nowej” ustawy deweloperskiej, mieszkania wprowadzane do sprzedaży w 1Q'14 niemal w połowie były oferowane bez rachunku powierniczego. Spółki tłumaczą to kontynuacją kolejnych etapów realizowanych wcześniej inwestycji lub też spełnieniem formalnego wymogu ogłoszenia sprzedaży przed 29 kwietnia. Na 6 głównych rynkach tylko 28% lokali jest oferowanych z rachunkiem powierniczym.

Dosyć dyskusyjny wydaje się być wpływ programu MdM. W przypadku większości deweloperów giełdowych program ma marginalne znaczenie, zwłaszcza dla działających na terenie Warszawy. Tylko nieliczne inwestycje (jak np. pierwszy etap Central Park Marvipolu) kwalifikują się do MdM, przez co mieszkania z tych projektów najszybciej znikają z oferty. W przypadku miast z niskim limitem wpływ na kształtowanie cen jest raczej niewielki. Różnice w limitach cen powodują znaczne dysproporcje w liczbie wniosków i kwotach dopłat (co jest jednym z głównych argumentów przeciwników programu). Najwięcej zyskali mieszkańcy Warszawy (trafiło tu ok. 13 mln PLN) oraz Gdańsk (9,6 mln PLN). Nie wynika to jednak z korzystnego limitu, ale z bardzo szerokiej oferty. Innym skutkiem MdM jest zróżnicowany wpływ na lokalizację nowych inwestycji mieszkaniowych.

Limity cenowe dla wybranych miast w MdM

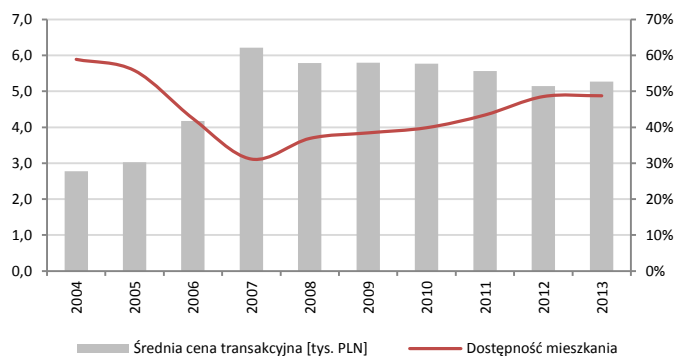


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., AMRON

Drugim rządowym programem, który może mieć wpływ na rynek, jest Fundusz Mieszkań na Wynajem. Jest to program oferowany we współpracy z BGK, który przewiduje zainwestowanie 5 mld PLN w zakup nieruchomości, a następnie ich wynajem. Portfel ma obejmować 20 tys. lokali w tym całe budynki. Zgodnie z zapowiedziami BGK pierwsze nieruchomości miały być nabyte jeszcze w pierwszej połowie 2014 r. (do tej pory brak jest jednak informacji o konkretnych zakupach).

Z danych AMRON i GUS wynika, że dostępność mieszkania za przeciętne wynagrodzenie w ostatnich dwóch latach ustabilizowała się od 2007 roku zauważalny jest trend wzrostowy. Na zwiększenie siły nabywczej składają się dwa zasadnicze czynniki. Po pierwsze, wzrasta poziom przeciętnego wynagrodzenia netto w sektorze przedsiębiorstw (obecnie wynosi on ok. 26 tys. PLN), po drugie, dynamika zmian cen transakcyjnych (dla 7 największych miast) jest niższa od tempa wzrostu płac.

Wskaźnik dostępności mieszkania

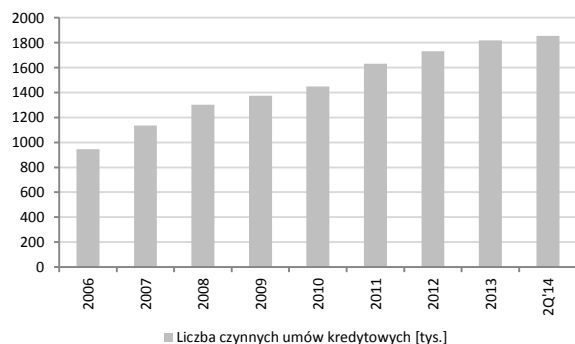


Źródło: AMRON, GUS

W 2Q'14 przyrost czynnych umów kredytowych wyniósł 34,8 tys. szt., co oznacza wzrost o 1,9% w stosunku do 4Q'13. Oznacza to, że obecnie liczby czynnych umów o kredyt mieszkaniowy wynosi 1,8 mln. Analitycy AMRON wskazują, że łączny stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrósł o 1,3% q/q do poziomu 339,2 mld PLN. Jeśli tendencja się utrzyma w 2014 roku, będzie to kolejny rok stabilizacji, z którą mamy do czynienia od końca 2011 r.

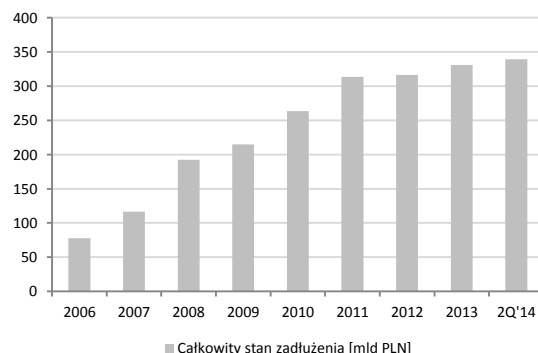
Łączna liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 2Q'14 wyniosła 45,5 tys. Oznacza to, że dynamika wzrosła o 8,5% q/q. Również pod względem wartości podpisywanych umów kredytowych mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 8,2% q/q. W 2Q'14 wartość nowych kredytów hipotecznych wyniosła 9,6 mld PLN.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



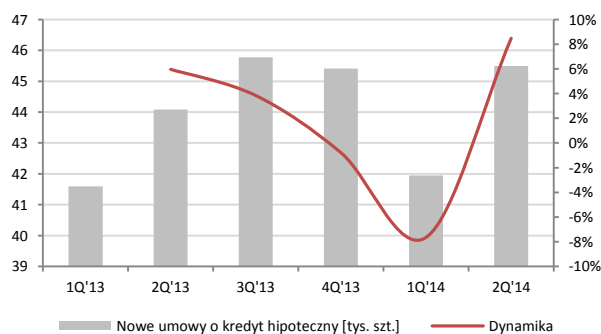
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



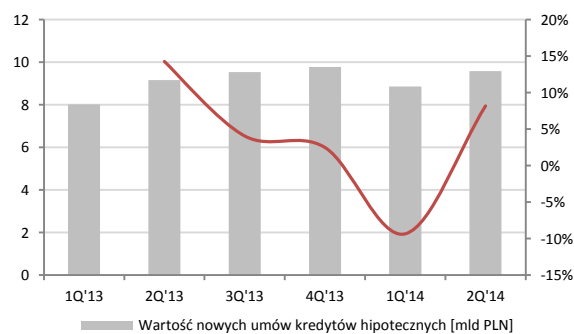
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



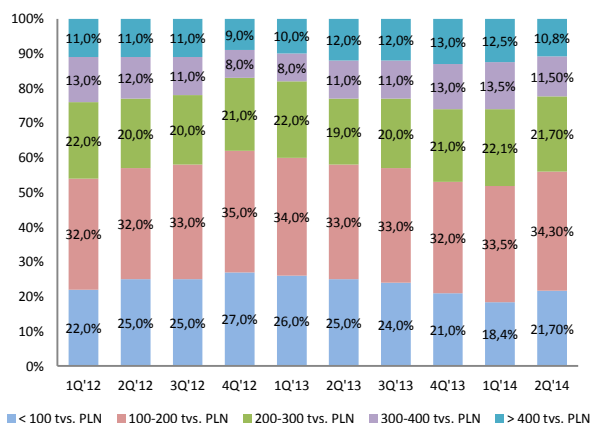
Źródło: ZBP

KNF rekomenduje bankom udzielanie kredytów w walutach obcych jedynie tym klientom, którzy posiadają przychody w danej walucie (rekomendacja wejdzie w życie 1 lipca 2014 r.). Patrząc jednak na akcję kredytową od kilku kwartałów zauważalna jest tendencja marginalizacji obcych walut względem PLN. Obecnie ok. 99% nowych kredytów hipotecznych jest udzielanych w rodzimej walucie. W 2Q'14 kredyty wyrażone w PLN stanowiły 99,7%, co oznacza wzrost o 0,2 p.p. q/q.

Przeciętna wartość kredytu mieszkaniowego udzielonego w 1Q'14 wynosiła 206 tys. PLN, co oznacza spadek o 0,1% q/q. Natomiast średnia wartość kredytu denominowanego w walucie obcej była bliska 653,1 tys. PLN. Oznacza to wzrost o ponad 30% (z poziomu 501 tys. PLN). Od początku roku zauważalne były także zmiany w strukturze nowych kredytów. Kredyty o wysokości do 100 tys. PLN odpowiadały za 21,7% nowych umów. Ich udział wzrósł zatem o 3,3%. Banki dużo rzadziej udzielały kredytów o wartości 300-400 tys. PLN, których udział w strukturze obniżył się o nieco ponad 2%. Najczęściej udzielano jednak kredytów o wartości 100-200 tys. PLN.

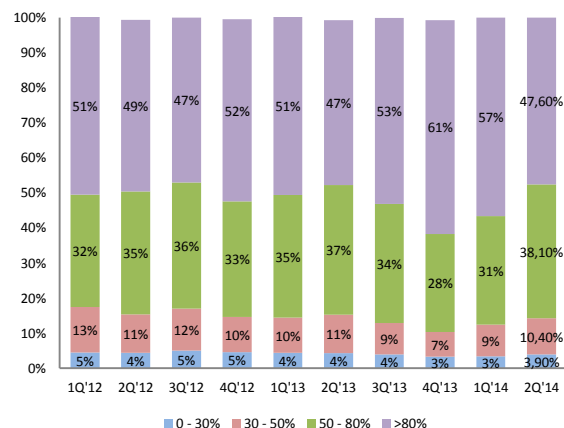
Istotny wpływ na rynek wywarł natomiast zapis o maksymalnej wartości LtV. KNF wprowadził obowiązek posiadania co najmniej 5% wkładu własnego od początku 2014 roku i coroczny wzrost o kolejne 5 p.p. Zmiana zapisów była już widoczna w 2Q'14. Kredyty o wskaźniku LtV powyżej 80% spadły o 9,1 p.p. q/q do 47,6% wszystkich nowo podpisanych umów. Banki udzieliły znacznie więcej kredytów o wskaźniku w przedziale 50-80% (wzrost o 7,2 p.p. q/q).

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów

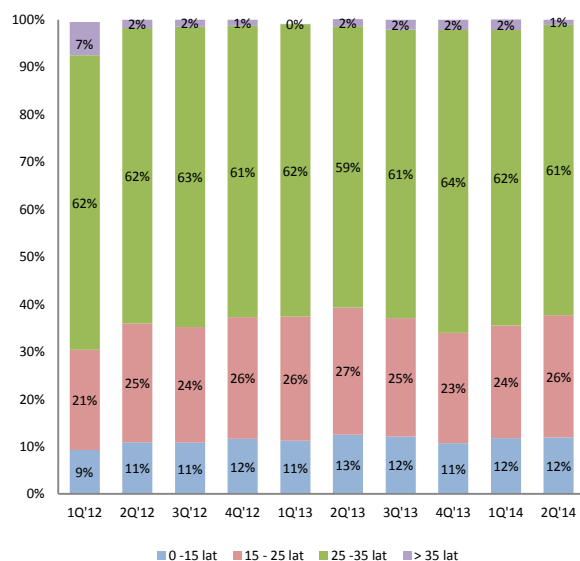


Źródło: AMRON, ZBP

KNF zaleca bankom, aby klientom detalicznym udzielać kredytów na okres nie dłuższy niż 25 lat. Okres ten może jednak być wydłużony do maks. 35 lat. Z danych NBP wynika, że blisko 2/3 kredytów zaciąganych jest na min. 25 lat, z czego ok. 1% dotyczy okresu powyżej 35 lat. W 2Q'14 wzrósł udział kredytów o krótszym okresie zapadalności, czyli w przedziale 15-25 lat (+1 p.p. q/q). Spadł natomiast odsetek kredytów o terminie 25-35 lat o 1 p.p. Mimo to stanowiły one ponad 61% ogólnej liczby udzielonych kredytów.

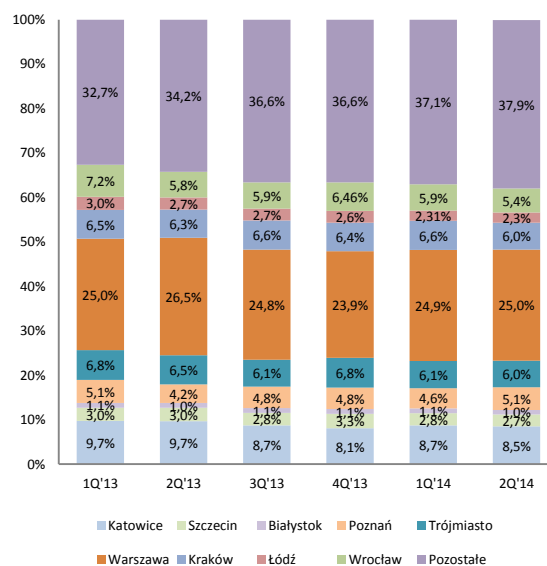
Z badań rynku przeprowadzonych przez ZBP wynika, że w 2Q'14 zwiększyła się liczba kredytów udzielonych w mniejszych miastach Polski (+0,9 p.p. q/q). Niemniej, niemal 62% całości nowych kredytów było zaciągniętych w 9 największych miastach kraju. Tradycyjnie największy odsetek miał miejsce w Warszawie, gdzie odnotowano wzrost o 0,1 p.p. do 25,0%. Na drugim miejscu znalazły się Katowice (8,5%), a na trzecim Kraków (spadek do 6,0%). Nieznaczne zmiany świadczą o stabilizacji struktury geograficznej polskiego rynku kredytów mieszkaniowych.

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



Źródło: AMRON, ZBP

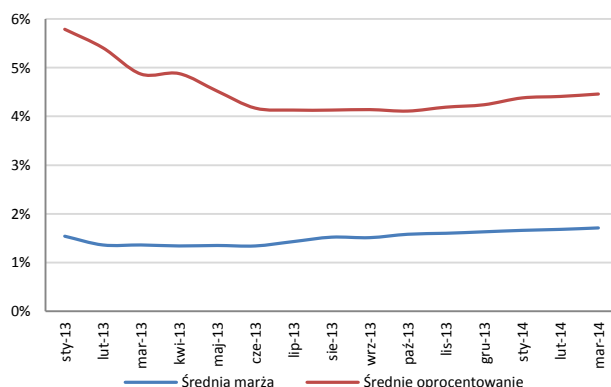
Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

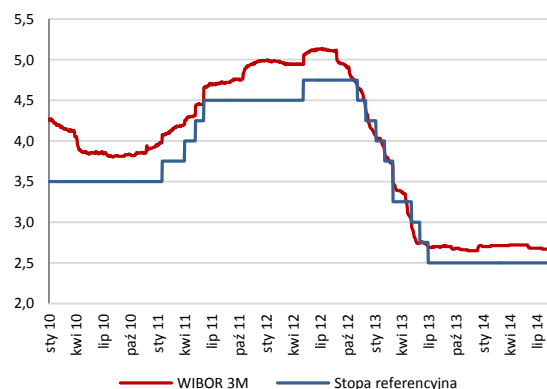
W okresie 1Q'14 banki dalej prowadziły akcję podwyższania marż kredytów hipotecznych. Średnia marża modelowego kredytu wyniosła 1,7%, co oznacza podwyżkę o niemal 0,1 p.p. q/q. Przeciętne oprocentowanie także wzrosło o 0,2 p.p. i wynosiło niecałe 4,5%. Pomimo utrzymania stopy referencyjnej NBP na poziomie 2,5%, w 1Q'14 doszło niewielkiego wzrostu stawki WIBOR.

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

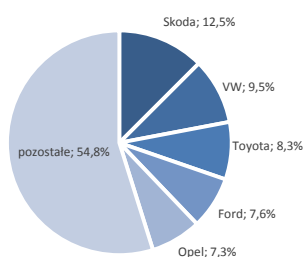
Rynek samochodowy

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% udziału w rynku oraz Volkswagen, który ma niecałe 10%. Duży udział posiadają również Toyota (+8,3%), Ford (7,6%) oraz Opel (7,3%). Pozostałe marki odpowiadają za ok. 55% rejestracji nowych aut. Wśród marek premium największy udział w ogólnym rynku posiadają Mercedes (ok. 2,7%), BMW (ok. 2,1%) oraz Audi (1,8%). Według danych PZPM za okres 01.-07.2014 Land Rover oraz Jaguar posiadały niewielki (ok. 0,3%) udział w rynku.

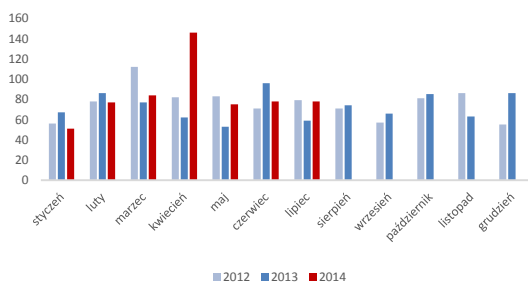
Obie marki sprzedawane przez Marvipol wykazują obecnie dodatnią dynamikę sprzedaży względem roku 2013. Szczególnie wysoki wzrost odnotował w 2Q'14 Land Rover. Modele tej marki znalazły niemal 250 nabywców w 2Q'14 (+90 szt. r/r). Liczymy, że trend ten zostanie podtrzymany w najbliższych okresach, mając na względzie rozbudowę portfolio już od początku przyszłego roku o kolejne 3 modele samochodów.

Struktura rejestracji nowych samochodów osobowych i dostawczych w Polsce [szt]



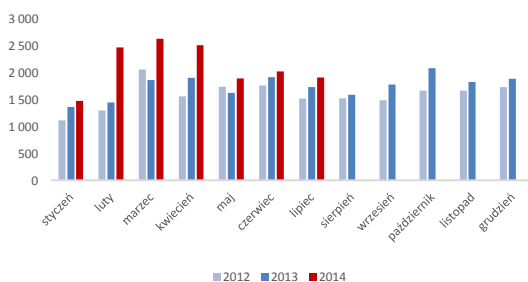
Źródło: BDM S.A., pzpm.org.pl

Sprzedaż miesięczna Jaguara i Land Rovera w Polsce [szt]



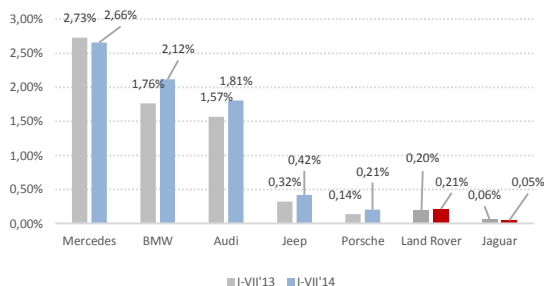
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

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



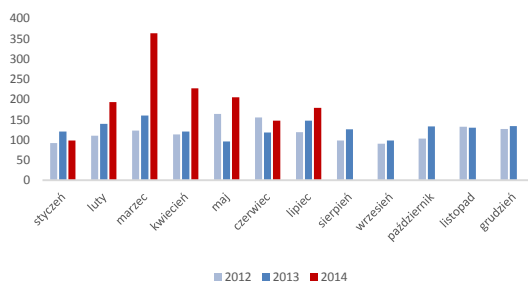
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Udziały rynkowe wybranych marek premium w Polsce [szt]



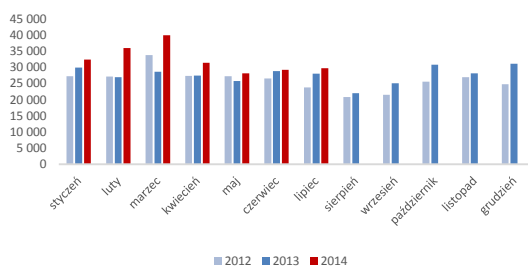
Źródło: BDM S.A., pzpm.org.pl

Sprzedaż miesięczna Porsche i Jeepa w Polsce [szt]



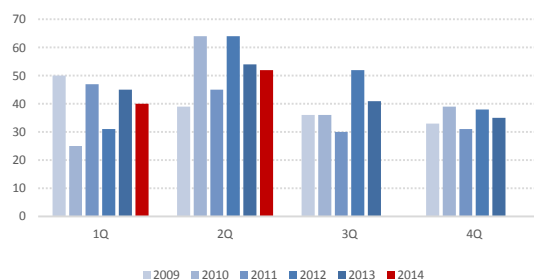
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż nowych samochodów w Polsce [szt]*



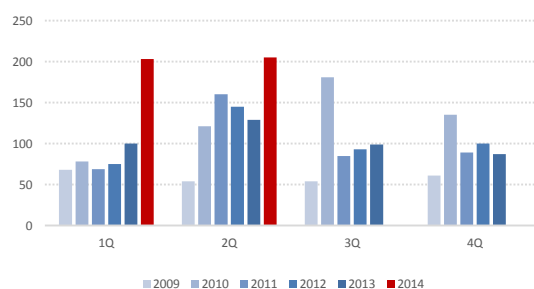
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl, *łącznie z dostawczymi oraz osobowymi rejestrowanymi jako ciężarowe

Sprzedaż kwartalna Jaguara w Polsce [szt]



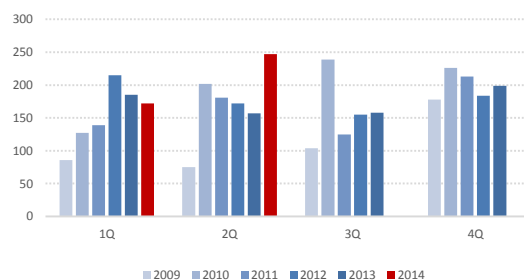
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż kwartalna Porsche w Polsce [szt]



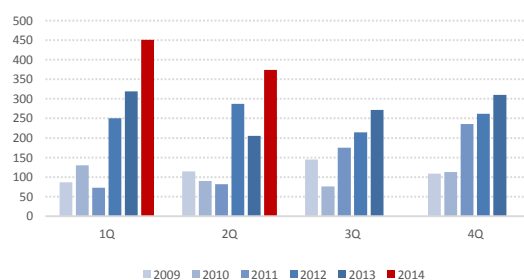
Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż kwartalna Land Rovera w Polsce [szt]



Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

Sprzedaż kwartalna Jeepa w Polsce [szt]



Źródło: BDM S.A., carmarket.pl

WYNIKI ZA 2Q'2014

Marvipol zaprezentował dobre wyniki za 2Q'14. Przede wszystkim spółka zwiększyła przychody do 140 mln PLN, co oznacza poprawę o 50% r/r. Na poziomie EBITDA zysk poprawił się do 16,6 mln PLN (+57% r/r). Zwracamy uwagę, że głównie segment automotive znacząco polepszył swoje wyniki, co przełożyło się także na skokowy wzrost skonsolidowanego zysku netto, który był bliski 9,5 mln PLN (ponad 2-krotna poprawa r/r).

Na tak dobre wyniki finansowe zdecydowany wpływ wywarł segment automotive. Dzięki sprzedaży 334 szt. aut obu marek do dilerów udało się zwiększyć przychody o 61% r/r i osiągnąć 103,4 mln PLN wpływów. Zadowolająco prezentuje się sprzedaż detaliczna, która wzrosła do 245 szt. w 2Q'14 (+30 r/r). Wynik segmentu poprawił się o 76% r/r, zwiększając marżę do ponad 12%.

Także drugi zasadniczy segment spółki poprawił swoje wyniki. Marvipol przekazał 58 mieszkań w 2Q'14, co wygenerowało 32,4 mln PLN przychodów. Największy udział miały lokale z projektów Bielany Residence (30 szt. przy marży 30%) oraz Apartamenty Mokotów Park, gdzie przekazano 22 mieszkania (marża brutto ok. 20%). Mimo to wynik segmentu obniżył się o 18% r/r, do 0,9 mln PLN. Pozytywnie odbieramy również liczbę zakontraktowanych lokali, która osiągnęła pułap 125 mieszkań w 2Q'14 (+33% r/r).

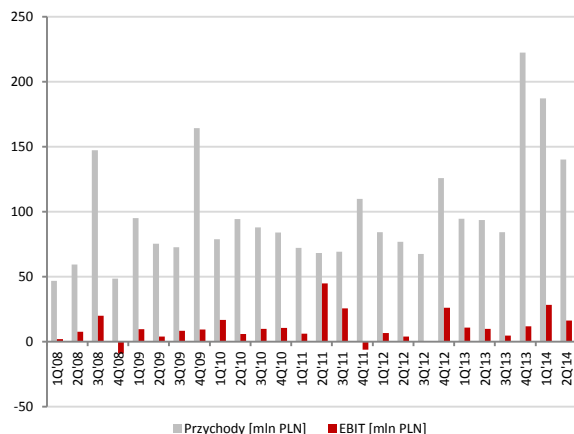
Większe wpływy generował także segment najmu (biurowiec Prosta), a stabilnie zachowywał się segment myjni. Pomimo nasycenia rynku myjni, działalność ta generuje średnio 2,5 mln PLN przychodów co kwartał. Lepiej prezentują także wyniki Prostej. Marvipol zdołał zwiększyć poziom wynajęcia do ok. 90%, co pozwoliło osiągnąć 1,1 mln PLN wyniku finansowego, przy wzroście marży do 62%.

Wyniki skonsolidowane Marvipol za 2Q'14 i 2013 rok [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	93,4	140,0	49,9%	354,4	494,3	39,5%
segment deweloperski	25,1	32,4	29,0%	94,2	210,5	123,5%
segment motoryzacyjny	64,3	103,4	60,8%	243,5	268,2	10,1%
myjnie	2,5	2,4	-4,0%	9,4	9,7	3,5%
najem	1,5	1,8	20,0%	7,3	5,9	-20,0%
Wynik segmentu	9,4	16,0	70,7%	23,1	45,1	95,2%
segment deweloperski	1,1	0,9	-18,2%	9,0	25,8	187,1%
segment motoryzacyjny	7,1	12,5	76,1%	13,7	19,7	43,8%
myjnie	0,1	1,5	1400,0%	0,8	0,4	-53,2%
najem	1,1	1,1	3,2%	-0,3	-0,7	-
EBITDA	10,6	16,6	56,6%	39,8	40,0	0,7%
EBIT	9,7	16,1	66,0%	36,5	36,5	0,2%
Saldo finansowe	-3,4	-4,3	-	-14,1	-15,5	-
Wynik brutto	6,3	11,8	87,3%	22,4	21,0	-6,3%
Wynik netto	4,8	9,5	97,9%	17,7	13,6	-23,0%
marża wyniku segmentu	10,1%	11,4%		6,5%	9,1%	
segment deweloperski	4,4%	2,8%		9,5%	12,2%	
segment motoryzacyjny	11,0%	12,1%		5,6%	7,3%	
myjnie	4,0%	62,5%		8,2%	3,7%	
najem	72,6%	62,4%		-	-	
marża EBITDA	11,3%	11,9%		11,2%	8,1%	
marża EBIT	10,4%	11,5%		10,3%	7,4%	
marża netto	5,1%	6,8%		5,0%	2,8%	

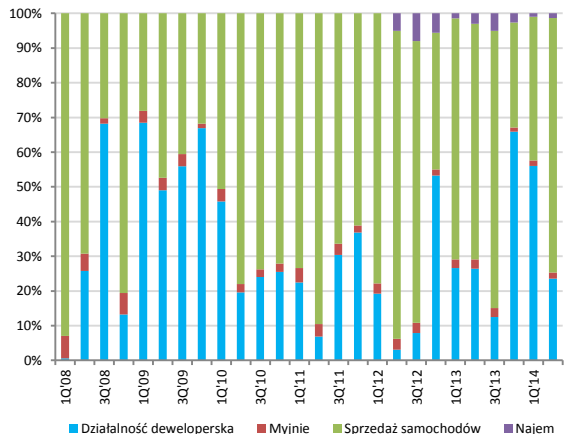
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wynik operacyjny [mln PLN]



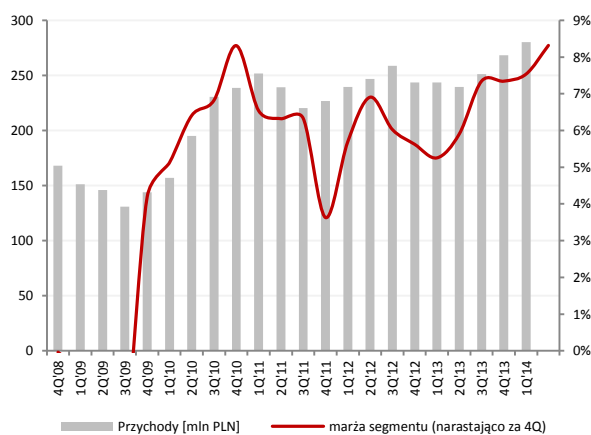
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów



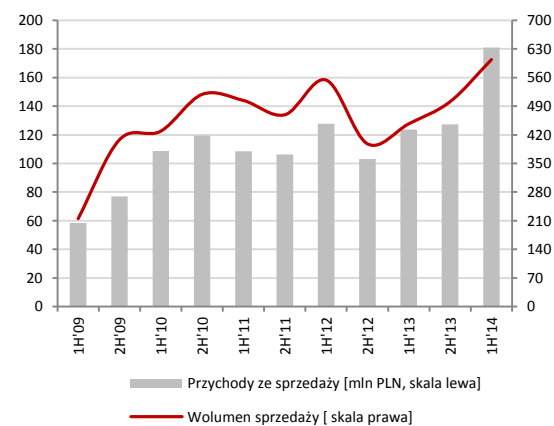
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża segmentu automotive



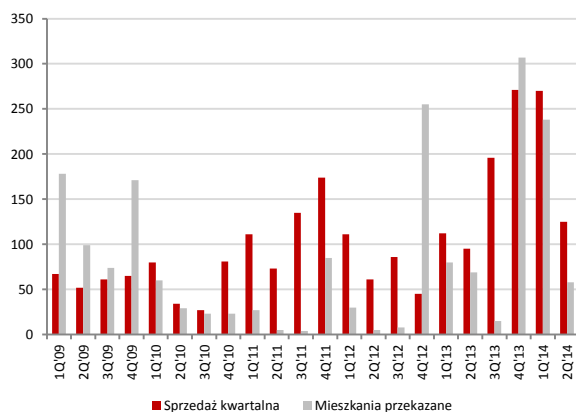
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wolumen sprzedaży aut



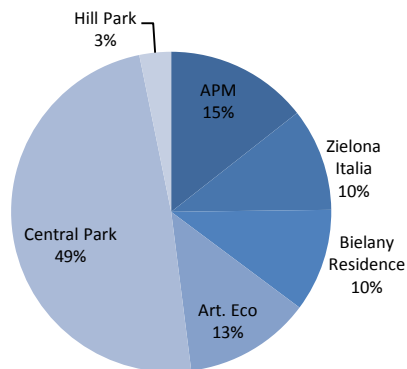
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż vs przekazania lokali



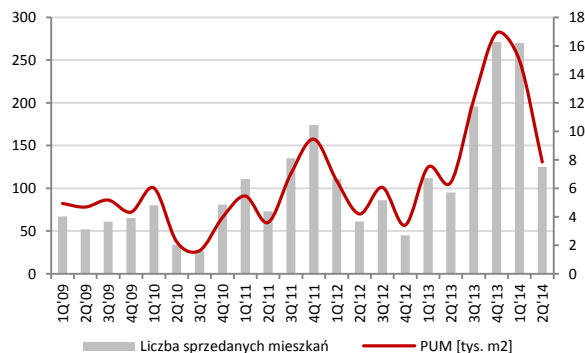
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż wg projektów



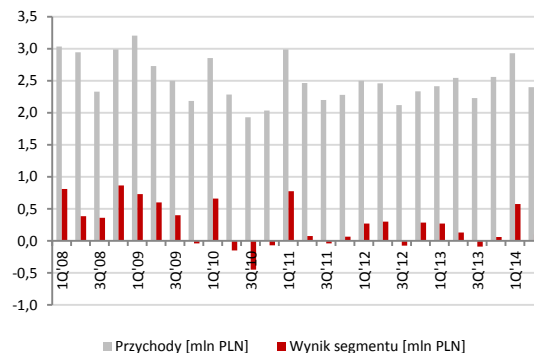
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż vs PUM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność myjni samochodowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 2Q'14

Liderzy branży pokazali w 2Q'14 gorsze wyniki w porównaniu z 2Q'13. W ujęciu przychodowym najwięcej straciło JWC, którego wpływy ze sprzedaży lokali spadły o 46% do 52 mln PLN. Jednocześnie spadł wynik brutto, który wyniósł 12,8 mln PLN. EBIT dla warszawskiego konsorcjum był bliski 10,1 mln PLN (+5% r/r), jednak zysk netto obniżył się do 0,6 mln PLN, co oznacza spadek o ok. 25% r/r. Słabiej poradził sobie także Ronson, którego przychody w 2Q'14 były niższe o ok. 17 r/r. Deweloper osiągnął też niższą marżę brutto, która wyniosła 17%. Dużo słabiej zaprezentował się również zysk operacyjny, który spadł o 72% r/r i wyniósł 1,4 mln PLN. Dużo niższy okazał się również wynik netto. Ronson wypracował 0,8 mln PLN zysku, co oznacza, że marża netto obniżyła się do 1,7% (-5,2 p.p. r/r). Gorzej zaprezentował się także Marvipol. Co prawda przychody ze sprzedaży wzrosły do 32,4 mln PLN (+29% r/r), jednak już na poziomie wyniku EBIT widać pogorszenie o ok. 12% r/r. Deweloper osiągnął 0,9 mln PLN zysku operacyjnego. Bardzo dobry kwartał miał natomiast Robyg, którego przychody ze sprzedaży wyniosły 139,9 mln PLN. Marża brutto wzrosła do 20,4%, a EBIT do 19,6 mln PLN (+68% r/r). Na poziomie netto deweloper osiągnął 11,8 mln PLN zysku, przy marży 8,4%. Z racji niskiej bazy w 2Q'13 poprawę widać też w odniesieniu do Dom Development, które odnotowało 163 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 3,5 mln PLN zysku operacyjnego. Należy zwrócić uwagę, że na tak słabe wyniki finansowe przełożyło się bankructwo generalnych wykonawców w 4 projektach mieszkaniowych, co znacznie obciążyło COGS i SG&A. Na poziomie netto Dom Development miał 1,7 mln PLN zysku.

Należy zauważyć, że wszystkie wymienione spółki poprawiły poziom kontraktacji r/r. Największy progres jest zauważalny w przypadku Marvipolu, który sprzedał 125 mieszkań (+33% r/r). Spółka zapowiada podpisanie ok. 650-700 umów przedwstępnych z klientami w całym roku, na co duży wpływ będzie miało wprowadzenie do oferty kolejnych etapów Central Parku. Poziom sprzedaży został również znacznie poprawiony przez Robyg. Spółka kierowana przez prezesa Okońskiego niemal podwoiła kontraktację r/r. W 2Q'14 deweloperowi udało się zawrzeć 480 umów, co sprawia, że realne jest przekroczenie 2 tys. sprzedanych lokali już w obecnym roku. Dobrze poradziły sobie także Ronson oraz JWC. W przypadku Ronsona kontraktacja wzrosła o 29% r/r do 210 mieszkań. Na wynik w największym stopniu wpływała dobra sprzedaż lokali z inwestycji Espresso, Tamka i Młody Grunwald w Poznaniu. Również JWC poprawiło liczbę zakontraktowanych mieszkań w porównaniu z zeszłym rokiem. Spółce udało się znaleźć 248 nabywców w 2Q'14, co oznacza wzrost o ok. 21%. Pomimo dużej oferty Dom Development sprzedał „jedynie” o 20% więcej mieszkań niż przed rokiem (463 szt.). Dlatego też zarząd zapowiedział istotne rozbudowanie oferty (o ile pozwolą na to warunki rynkowe oferta może się zwiększyć nawet o 1500 mieszkań w Warszawie i Wrocławiu).

Wyniki wybranych deweloperów w 2Q'14

	Dom Development			Ronson			Robyg			Marvipol*			JWC		
	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r
Przychody	119,9	163	35,9%	56,5	47,1	-16,6%	119,2	139,9	17,4%	25,1	32,4	29,2%	95,4	51,6	-45,9%
Wynik brutto	22,7	21,1	-7,0%	11,1	7,8	-29,7%	20,4	28,6	40,2%	-	-	-	20,7	12,8	-38,2%
EBIT	2,5	3,5	40,0%	5,0	1,4	-72,0%	11,7	19,6	67,5%	1,1	0,9	-12,0%	9,6	10,1	5,2%
EBITDA	2,7	3,7	37,0%	5,2	1,6	-69,2%	11,9	19,8	66,4%	1,3	1,1	-10,1%	9,8	10,3	5,1%
Wynik netto	1,0	1,7	70,0%	3,9	0,8	-79,5%	3,9	11,8	202,6%	-	-	-	0,8	0,6	-25,0%
Marża brutto	18,9%	12,9%		19,6%	16,6%		17,1%	20,4%		-	-		21,7%	24,8%	
Marża EBITDA	2,1%	2,1%		8,8%	3,0%		9,8%	14,0%		4,2%	2,9%		10,1%	19,6%	
Marża EBIT	2,3%	2,3%		9,2%	3,4%		10,0%	14,2%		5,0%	3,5%		10,3%	20,0%	
Marża netto	0,8%	1,0%		6,9%	1,7%		3,3%	8,4%		-	-		0,8%	1,2%	
Przekazania	295	450	52,5%	127	142	11,8%	268	472	76,1%	68	58	-14,7%	-	-	-
Sprzedaż	386	463	19,9%	163	210	28,8%	402	480	19,4%	94	125	33,0%	205	248	21,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; * Wyniki Marvipolu dla segmentu deweloperskiego

Wśród deweloperów giełdowych można wyróżnić dwóch zasadniczych liderów. Dom Development jest jednym z nich, który od 1Q'11 sprzedaje kwartalnie średnio ok. 400 mieszkań. Od początku 2013 roku na czoło stawki wysunął się jednak Robyg, który w samym 1Q'14 zakontraktował 576 lokali (w '13 było to 1731). Jak widać, procentowy udział obu podmiotów w sprzedaży 7 głównych spółek notowanych na GPW, wynosi niemal 43%. W 1Q'14 znalazł nabywców na 400 mieszkań, co daje mu 17,5%-owy udział w rynku. Zauważalny jest również wzrostowy trend ogólnej liczby zakontraktowanych mieszkań. W porównaniu r/r, w 1Q'14 najwięksi giełdowi deweloperzy zwiększyli łączny wolumen o niemal 63% do poziomu 2285 lokali.

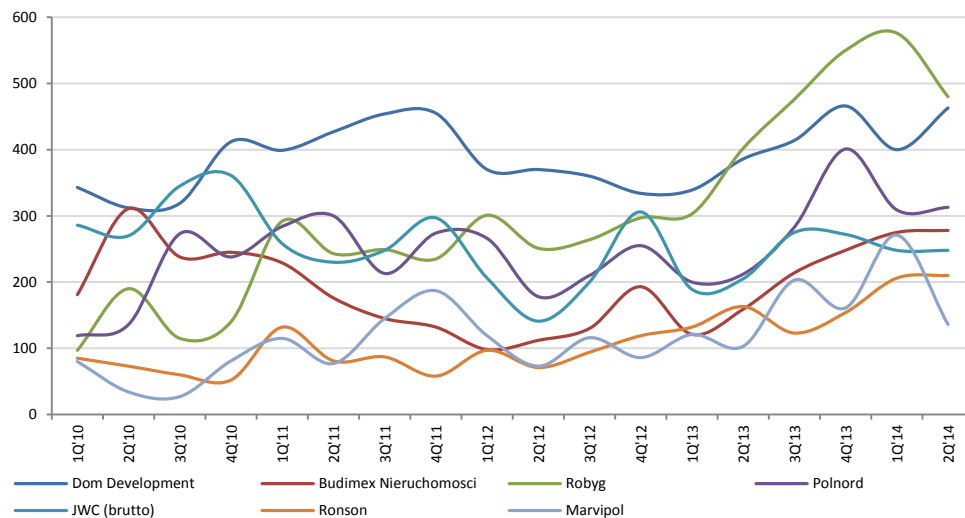
Z opublikowanych przez część spółek wyników sprzedażowych za 2Q'14 widać, że Dom Development i Robyg stabilnie zwiększają poziom kontraktacji (obie spółki +20% r/r). 20%-ową dynamikę sprzedaży utrzymało także JWC, które zakontraktowało 248 lokali w 2Q'14. Bardzo udany kwartał mają za sobą Polnord, który podpisał o 48% więcej umów niż przed rokiem (313 vs 212) oraz Marvipol, który kontynuuje dobre wyniki przedsprzedaży (136 umów w 2Q'14 względem 103 w 2Q'13). Najmniejszy przyrost jest zauważalny w przypadku gdańskiego Inpro, które znalazło nabywców na jedynie 5% więcej lokali niż przed rokiem (117 umów w 2Q'14). Na dużym plusie znalazł się także Ronson, u którego dużą popularnością wśród rezerwowanych mieszkań cieszy się projekt Moko.

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 2Q'14 (dane opublikowane przez spółki do 04.07.2014)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	zmiana 2Q'14/2Q'13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	20%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	75%
Robyg	303	402	476	550	576	480	19%
Polnord	200	212	283	401	309	313	48%
JWC (brutto)	189	205	275	272	248	248	21%
Ronson	132	163	123	154	206	210	29%
Marvipol	121	103	203	161	271	136	32%

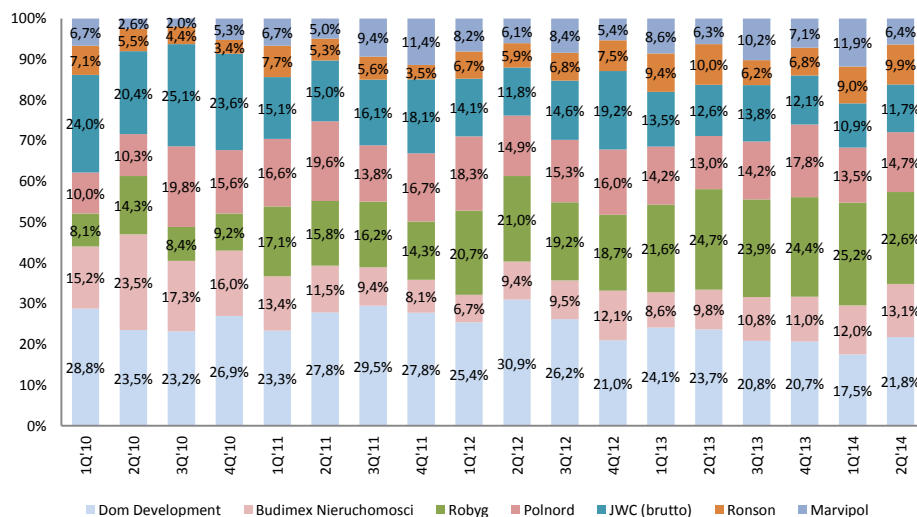
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



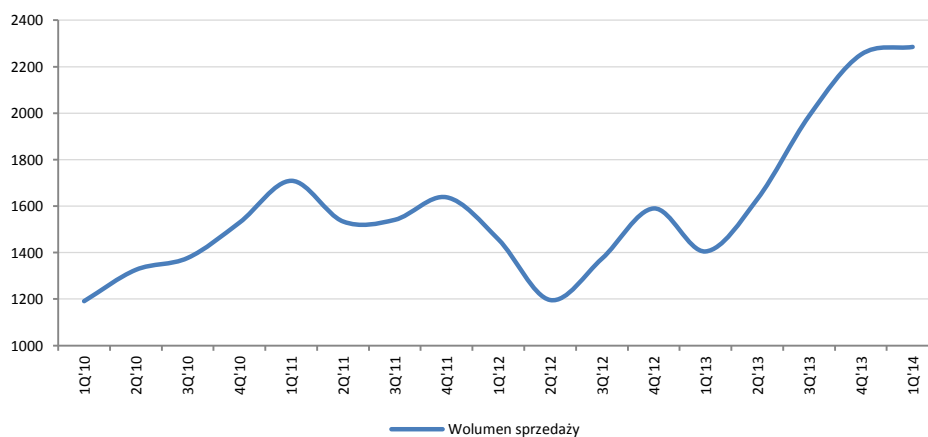
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział w sprzedaży wybranych spółek



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych

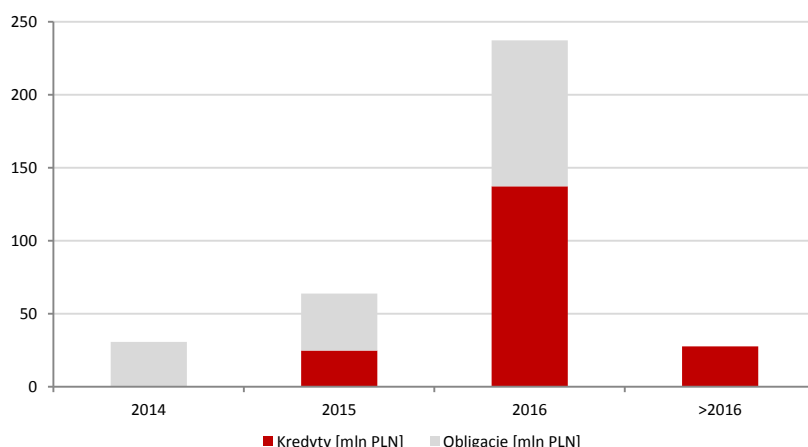


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

Obecne zadłużenie netto spółki wynosi 342,8 mln PLN. Składają się na to kredyty o wartości 171,3 mln PLN oraz obligacje o wartości niemal 170 mln PLN. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty mieszkaniowe. Ok. 3,8 mln PLN długu przypada na segment motoryzacyjny, a 32,2 mln PLN stanowi zadłużenie biurowca Prosta Tower. We wrześniu roku 2014 spółka zamierza dokonać spłaty niezabezpieczonych obligacji o wartości 30,8 mln PLN, a w kwietniu 2015 roku 39,1 mln PLN. W roku 2016 ma zostać spłacone ponad 270 mln PLN. Spodziewamy się jednak, że jeszcze w 2015 spółka wyemituje obligacje o wartości 30 mln PLN (o ile nie dojdzie do transakcji sprzedaży biurowca Prosta, którego obecna wartość rynkowa jest bliska 80 mln PLN), co w naszej opinii zagwarantuje Marvipolowi płynność.

Harmonogram spłat w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zabezpieczenie poszczególnych kredytów i serii obligacji:

- Kredyt wygasający w 2Q'15 – cel: refinansowanie kosztów zakupu gruntu pokrycie części kosztów budowy projektu Art. Eco; zabezpieczenie: nieruchomość o pow. 1,2 ha przy ul. Powązkowskiej (Art. Eco)
- Kredyt wygasający w 1Q'16 – cel: refinansowanie wartości gotowych lokali w inwestycji Bielany Residence; zabezpieczenie: hipoteka o wartości 64,5 mln PLN
- Kredyt wygasający w 2Q'16 – cel: nabycie gruntów przy ul. Kłobuckiej; zabezpieczenie: nieruchomości o łącznej powierzchni 12,3 ha, której właścicielem wieczystym jest Marvipol
- Kredyt wygasający w 2Q'16 – cel: sfinansowanie budowy biurowca Prosta; zabezpieczenie: nieruchomość, na której położony jest biurowiec
- Kredyt wygasający w 4Q'16 – cel: ewentualne finansowanie bieżącej działalności w spółkach JLR Polska i AML Polska; zabezpieczenie: zastaw na zapasach stanowiących własność JLR Polska
- Kredyt wygasający w 3Q'21 – cel: ewentualne finansowanie bieżącej działalności gospodarczej sp. JLR Centrum; zabezpieczenie: nieruchomości przy ul. Waszyngtona w Warszawie (budynek JLR Centrum) o wartości 12,6 mln PLN
- Obligacje serie K i L – cel: wykup obligacji zapadających w lipcu 2013 roku oraz współfinansowanie projektu Hill Park; zabezpieczenie: hipoteka na projekcie Hill Park o wartości 80 mln PLN
- Obligacje seria M – zabezpieczenie: cztery myjnie o łącznej pow. 1,2 ha o wartości 8 mln PLN
- Obligacje seria N – cel: spłata wcześniejszych zobowiązań; zabezpieczenie: hipoteka maks. o wartości 92 mln PLN na 143 lokalach z projektu Apartamenty Mokotów Park

Zapadalność kredytów Marvipolu

Termin wykupu	Wartość bieżąca [mln PLN]	Zabezpieczenie
2Q'15	24,8	Hipoteka na nieruchomości o wartości 50,3 mln PLN
1Q'16	43,0	Hipoteka na nieruchomości o wartości 64,5 mln PLN
2Q'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	3,8	Zastaw rejestrowy na rzeczach ruchomych - zapasach
3Q'21	6,9	Hipoteka na nieruchomości o wartości 12,6 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapadalność obligacji Marvipolu

Seria	Termin wykupu	Wartość bieżąca	Warunki oprocentowania	Zabezpieczenie
D	16.09.2014	30,8	WIBOR3M + marża (4,3%)	Niezabezpieczone
I	08.04.2015	39,1	WIBOR3M + marża (5,9%)	Niezabezpieczone
K	31.05.2016	13,5	WIBOR6M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
L	31.05.2016	29,0	WIBOR6M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
M	01.07.2016	4,0	WIBOR3M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
N	30.11.2016	53,6	WIBOR1M + marża	Zabezpieczone na nieruchomości
O	18.07.2017	20,7	-	Niezabezpieczone

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marvipol wyemitował również 3 serie obligacji niezabezpieczonych. Seria D, zapadająca 16 września 2014 roku, ma formę obligacji zamiennych. Cena konwersji ustalona na dzień zapadalności wynosi 13 PLN. Do tej pory żaden z posiadaczy walorów nie zdecydował się na zamianę obligacji na akcje (od momentu emisji serii miało miejsce 5 teoretycznych terminów konwersji o warunkach brzegowych 11 PLN, 11 PLN, 12 PLN, 12 PLN oraz 13 PLN). Oczekujemy, że zamiana na akcje nie zostanie przeprowadzona, a obligacje zostaną w całości wykupione przez spółkę. Z zapowiedzi zarządu wynika, że spółka nie planuje kolejnych emisji obligacji o tym charakterze.

Niedawno spółka wyemitowała obligacje serii O, o wartości 20,7 mln PLN. Są to obligacje zwykłe niezabezpieczone i nie będą przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na żadnym rynku zorganizowanym. Papiery zapadają 18 sierpnia 2017 roku. Pozyskane środki mają posłużyć Marvipolowi na sfinansowanie zakupu gruntów pod kolejne projekty inwestycyjne w Warszawie

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

W 3Q'14 Marvipol będzie kontynuował trend poprawy wyników r/r. Spodziewamy się, że spółka wypracuje ok. 172,5 mln PLN przychodów (+86 mln PLN r/r), przy jednoczesnym wzroście EBIT do 19,1 mln PLN (+14,8 mln PLN). Oczekujemy, że deweloper osiągnie 12,3 mln PLN zysku netto (+12,4 mln PLN r/r).

W ujęciu całorocznym liczymy na skokowy wzrost przychodów do ok. 664 mln PLN (+168 mln PLN r/r). Powinno się to przełożyć na wynik EBIT, który wzrośnie do niemal 78,4 mln PLN (+42 mln PLN r/r). Zysk netto będzie bliski 50,2 mln PLN. Liczymy, że również w roku 2015 Marvipol utrzyma dobre wyniki finansowe. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży wzrosną do 727,1 mln PLN, przy wypracowaniu marży operacyjnej rzędu 8,9%. Spodziewamy się, że spółka obniży zysk operacyjny do 64,4 mln PLN (spadek o ok. 14 mln PLN r/r), co przełoży się na osiągnięcie ok. 39,5 mln PLN wyniku netto.

Rekordowe przychody wypracuje segment deweloperski. Spółka już od 4Q'13 pokazała znaczny potencjał wynikowy, kiedy to przekazała 307 mieszkań (w 1Q'14 było 238). Zakładamy, że Marvipol zmniejszy liczbę sprzedanych notarialnie lokali w 3Q'14 do 168, a w 4Q'14 spodziewamy się nieznacznego podwyższenia poziomu. W 3Q'14 grupa znacznie przekazała mieszkań z projektów Art Eco oraz ostatnich etapów Zielonej Italii, co pozwoli na przekazanie łącznie 650 lokali w roku 2014 i wygenerowanie ok. 308 mln PLN przychodów. Jednocześnie spodziewamy się, że średnia marża segmentu będzie bliska 13,8% w '14. W roku 2015 deweloper przekaze nabywcom ponad 655 mieszkań, w tym ok. 105 z pierwszego etapu dużego projektu, Central Park.

Dużej poprawy oczekujemy również w segmencie automotive. Marvipol zamierza zwiększyć liczbę salonów w sieci dealerskiej o 2 obiekty już w '14, co przy rozbudowanej ofercie obu marek powinno pozwolić na wzrost wolumenu sprzedaży hurtowej do ok. 1175 szt. w roku 2014. Zwiększenie wolumenu przełoży się na osiągnięcie ok. 339 mln PLN przychodów oraz 31,6 mln PLN wyniku segmentu, przy jednoczesnym wzroście marży do 9,3% (+2,0 p.p.). W roku 2015 spółka będzie kontynuować rozbudowę swojej sieci (spodziewamy się powiększenia o kolejne 3 obiekty), co pozwoli na sprzedaż ponad 1355 aut i osiągnięcie 384 mln PLN przychodów. Jednocześnie liczymy na utrzymanie poziomu marży segmentu w wys. ok. 7-8%.

W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania poziomu kontraktacji i przekazania ok. 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 218 mln PLN na koniec '15) i w długiej perspektywie wprowadzi stałą politykę dywidendy (najwcześniej w '18).

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2013	2014	2015
Przychody	94,4	93,4	84,2	222,3	187,1	140,0	172,5	164,5	494,3	664,1	727,1
segment deweloperski	25,1	25,1	10,9	149,5	104,9	32,4	82,4	88,2	210,5	307,8	325,7
segment motoryzacyjny	65,6	64,3	69,5	68,8	77,6	103,4	85,8	72,1	268,2	338,9	384,2
myjnie	2,4	2,5	2,2	2,6	2,9	2,4	2,4	2,4	9,7	10,2	9,7
najem	1,3	1,5	1,5	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8	5,9	7,2	7,4
Wynik segmentu	10,4	9,3	4,3	21,1	28,3	16,0	19,1	15,0	45,1	78,4	64,4
segment deweloperski	3,0	1,1	1,5	20,3	18,9	0,9	11,1	11,5	25,8	42,4	32,3
segment motoryzacyjny	6,2	7,1	5,2	1,2	7,7	12,5	8,0	3,5	19,7	31,6	31,9
myjnie	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,6	1,5	0,0	0,0	0,4	2,1	0,0
najem	0,9	1,1	-2,3	-0,4	1,1	1,1	1,1	1,1	-0,7	4,5	4,5
EBITDA	11,5	10,6	5,4	12,5	29,0	16,6	20,2	16,2	40,0	82,0	69,4
EBIT	10,7	9,7	4,5	11,6	28,2	16,1	19,1	15,0	36,5	78,4	64,4
Saldo finansowe	-3,0	-3,4	-4,7	-4,5	-5,0	-4,3	-4,0	-4,2	-15,5	-17,4	-15,7
Wynik netto	7,7	6,3	-0,1	7,2	23,2	9,5	12,3	8,8	13,6	50,2	39,5
marża wyniku segmentu	11,0%	10,0%	5,1%	9,5%	15,1%	11,4%	11,1%	9,1%	9,1%	11,8%	8,9%
segment deweloperski	12,0%	4,2%	13,4%	13,5%	18,0%	2,9%	13,4%	13,0%	12,2%	13,8%	9,9%
segment motoryzacyjny	9,5%	11,0%	7,5%	1,7%	9,9%	12,1%	9,3%	4,8%	7,3%	9,3%	8,3%
myjnie	11,2%	5,0%	-4,2%	2,2%	19,6%	60,5%	0,5%	0,5%	3,7%	20,2%	0,5%
najem	67,5%	70,6%	-147,9%	-29,3%	64,9%	61,2%	61,2%	61,2%	-12,5%	62,1%	61,2%
marża EBITDA	12,2%	11,4%	6,4%	5,6%	15,5%	11,9%	11,7%	9,9%	8,1%	12,4%	9,5%
marża EBIT	11,3%	10,4%	5,4%	5,2%	15,1%	11,5%	11,1%	9,1%	7,4%	11,8%	8,9%
marża netto	6,1%	5,1%	0,0%	1,4%	10,5%	6,8%	7,1%	5,3%	2,8%	7,6%	5,4%

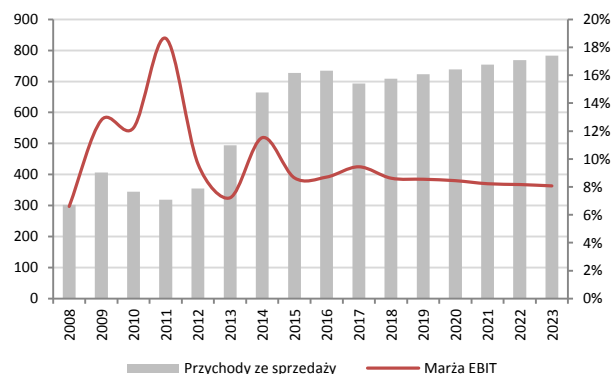
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników i wybrane założenia w kolejnych latach

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	354,4	494,3	664,1	727,1	734,3	693,0	708,7	723,7	739,0	754,0	768,7	783,2
Segment deweloperski	94,2	210,5	307,8	325,7	333,1	283,6	290,9	297,4	304,2	310,4	316,2	321,7
Segment automotive	243,5	268,2	338,9	384,2	383,9	392,0	400,3	408,6	417,1	425,7	434,4	443,3
Najem	7,3	5,9	7,2	7,4	7,5	7,6	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,0
Myjnie	9,4	9,7	10,2	9,7	9,8	9,8	9,9	9,9	10,0	10,0	10,1	10,1
Wyniki segmentów [mln PLN]	23,1	45,1	78,4	64,4	65,5	67,0	62,5	63,3	63,8	63,4	64,1	64,5
Segment deweloperski	9,0	25,8	42,4	32,3	33,3	33,5	30,9	31,3	32,1	31,6	32,4	32,8
Segment automotive	13,7	19,7	31,6	31,9	31,9	32,2	31,3	31,7	31,5	31,4	31,4	31,5
Najem	-0,3	-0,7	4,5	4,5	4,6	6,2	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5
Myjnie	0,8	0,4	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
EBITDA	39,8	40,0	82,0	69,4	70,3	72,3	68,5	69,0	69,6	69,1	69,9	70,3
Wynik netto	17,7	13,6	50,2	39,5	40,3	41,4	41,4	43,2	45,2	51,2	51,9	52,3
marża segmentów	6,5%	9,1%	12,1%	9,4%	9,5%	10,4%	9,7%	9,6%	9,5%	9,2%	9,1%	9,0%
Segment deweloperski	9,5%	12,2%	13,8%	9,9%	10,0%	11,8%	10,6%	10,5%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%
Segment automotive	5,6%	7,3%	9,3%	8,3%	8,3%	8,2%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%	7,1%
Najem	-4,7%	-12,5%	62,1%	61,2%	61,2%	82,0%	81,8%	81,6%	81,4%	81,2%	81,0%	80,8%
Myjnie	8,2%	3,7%	20,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
marża EBITDA	11,2%	8,1%	12,4%	9,5%	9,6%	10,4%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%
marża netto	5,0%	2,8%	7,6%	5,4%	5,5%	6,0%	5,8%	6,0%	6,1%	6,8%	6,8%	6,7%
Założenia szczegółowe segmentu deweloperskiego												
Sprzedaż mieszkań	302	544	680	701	818	813	823	831	845	860	875	890
Przekazania mieszkań	296	470	650	655	790	801	820	832	840	852	848	850
Założenia szczegółowe segmentu automotive												
Wolumen sprzedaży aut	952	948	1175	1355	1415	1445	1475	1505	1535	1565	1595	1625
Średnia cena auta	255,8	282,9	288,4	283,6	271,3	271,3	271,4	271,5	271,7	272,0	272,4	272,8

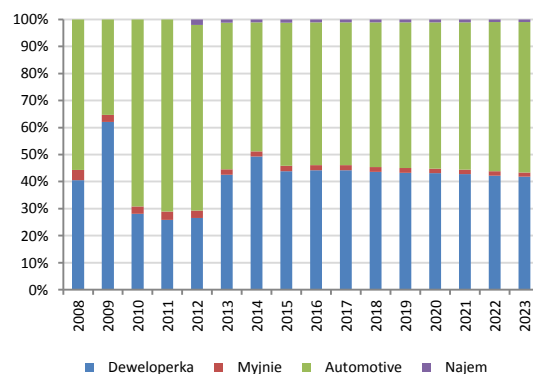
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody skonsolidowane vs marża EBIT



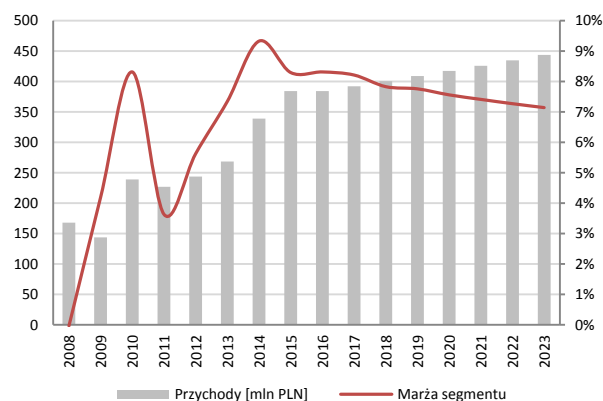
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów



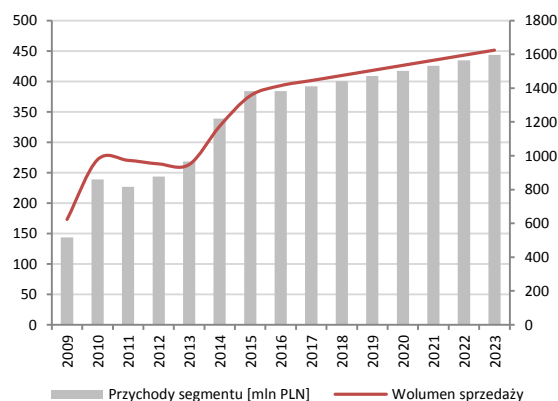
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i marża segmentu automotive



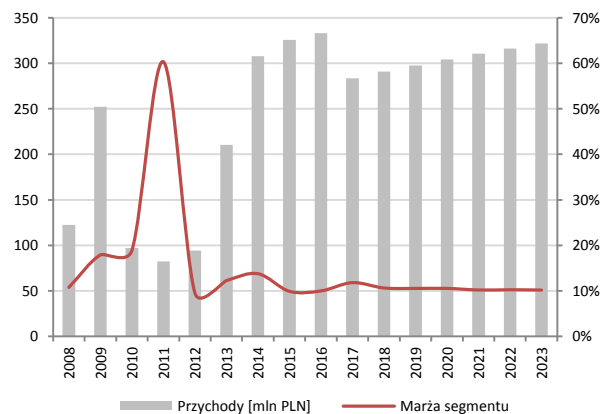
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody vs sprzedaż aut



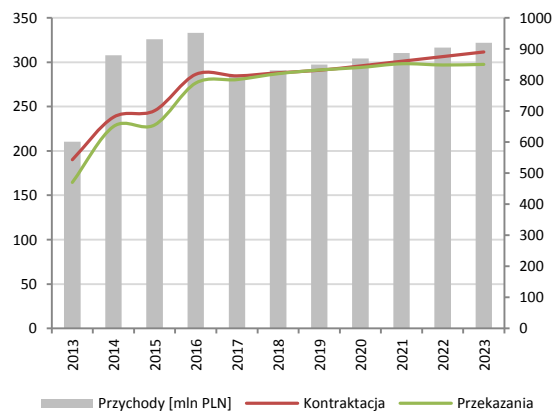
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i marża segmentu deweloperskiego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki operacyjne deweloperki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	180,0	156,3	156,3	174,2	208,2	214,1	212,7	211,6	210,2	208,8	207,4	205,8
Rzeczowe aktywa trwałe	57,0	59,5	56,3	74,3	108,3	114,2	112,8	111,7	110,4	109,0	107,6	106,0
Wartości niematerialne	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
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
Pozostałe aktywa trwałe	38,2	19,0	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Aktywa obrotowe	681,9	827,0	846,8	822,3	691,4	701,0	673,1	683,9	620,0	632,4	649,0	665,0
Zapasy, w tym:	645,9	715,3	703,9	650,5	595,8	573,3	533,9	491,7	488,8	488,2	495,5	504,1
deweloperka	606,0	664,7	634,7	573,7	511,3	489,4	447,4	403,8	399,0	396,6	402,0	408,6
automotive	39,7	50,3	69,0	76,5	84,3	83,6	86,2	87,6	89,6	91,3	93,3	95,2
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
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	30,1	72,4	52,7	52,6	61,1	57,3	58,0	58,6	60,2	61,3	62,6	63,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,6	33,7	81,1	110,2	25,5	61,3	72,2	124,6	62,0	73,9	81,9	88,1
Pozostałe aktywa obrotowe	2,3	5,6	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Aktywa razem	861,9	983,2	1003,0	996,5	899,6	915,1	885,8	895,5	830,2	841,3	856,4	870,8
Kapitał własny	217,4	247,8	298,0	337,4	377,7	409,2	440,5	447,3	454,7	466,8	475,4	483,9
Kapitały obce	644,5	735,5	705,1	659,1	521,9	505,9	445,3	448,2	375,5	374,4	381,0	386,9
Zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu:	205,2	155,6	190,2	164,9	71,7	70,8	6,7	6,7	6,7	0,0	0,0	0,0
długoterminowe	186,0	138,4	104,8	104,8	70,8	70,8	6,7	6,7	6,7	0,0	0,0	0,0
krótkoterminowe	19,2	17,2	85,4	60,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje:	197,5	197,3	171,6	162,5	80,0	80,0	80,0	80,0	0,0	0,0	0,0	0,0
długoterminowe	85,6	145,8	101,6	92,5	80,0	80,0	80,0	80,0	0,0	0,0	0,0	0,0
krótkoterminowe	111,9	51,5	70,0	70,0	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	171,9	167,6	197,3	183,0	184,9	186,6	191,9	195,3	199,5	203,3
Przychody przyszłych okresów	124,7	171,2	120,8	113,4	122,3	121,6	123,1	124,3	126,4	128,6	130,9	133,1
Pozostałe	27,8	42,6	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
Pasywa razem	861,9	983,2	1003,0	996,5	899,6	915,1	885,8	895,5	830,2	841,3	856,4	870,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	354,4	494,3	664,1	727,1	734,3	693,0	708,7	723,7	739,0	754,0	768,7	783,2
PPO	23,6	11,7	15,9	17,5	17,8	16,1	16,5	16,8	17,2	17,6	17,9	18,2
Koszty	341,7	470,3	601,6	680,2	686,6	642,2	662,6	677,2	692,4	708,2	722,4	736,9
EBITDA	39,8	40,0	82,0	69,4	70,3	72,3	68,5	69,0	69,6	69,1	69,9	70,3
EBIT	36,5	36,5	78,4	64,4	65,5	67,0	62,5	63,3	63,8	63,4	64,1	64,5
Saldo działalności finansowej	-14,1	-15,5	-17,4	-15,7	-15,7	-15,9	-11,5	-9,9	-8,0	-0,2	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	22,4	21,0	61,0	48,7	49,7	51,1	51,1	53,3	55,8	63,2	64,1	64,5
Podatek dochodowy	-4,7	-7,4	-10,8	-9,3	-9,5	-9,7	-9,7	-10,1	-10,6	-12,0	-12,2	-12,3
Zysk (strata) netto	17,7	13,6	50,2	39,5	40,3	41,4	41,4	43,2	45,2	51,2	51,9	52,3
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-42,8	79,3	51,7	86,3	129,8	57,9	89,6	93,3	59,6	62,1	55,6	54,3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,9	15,0	0,8	-23,0	-38,8	-11,2	-4,6	-4,5	-4,5	-4,4	-4,3	-4,2
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	34,2	-64,2	-5,0	-34,3	-175,8	-10,9	-74,1	-36,4	-117,8	-45,8	-43,3	-43,8
Przepływy pieniężne netto	-11,5	30,1	47,5	29,0	-84,7	35,9	10,9	52,4	-62,6	11,9	7,9	6,3
Środki pieniężne na początek okresu	15,1	3,6	33,7	81,1	110,2	25,5	61,3	72,2	124,6	62,0	73,9	81,9
Środki pieniężne na koniec okresu	3,6	33,7	81,1	110,2	25,5	61,3	72,2	124,6	62,0	73,9	81,9	88,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody zmiana r/r	11,1%	39,5%	34,3%	9,5%	1,0%	-5,6%	2,3%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	-45,6%	0,7%	104,9%	-15,4%	1,2%	2,9%	-5,2%	0,6%	1,0%	-0,7%	1,1%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-48,0%	0,2%	114,5%	-17,9%	1,7%	2,3%	-6,6%	1,2%	0,9%	-0,7%	1,2%	0,6%
Zysk netto zmiana r/r	-63,9%	-23,0%	267,9%	-21,4%	2,1%	2,7%	-0,1%	4,5%	4,6%	13,3%	1,4%	0,6%
Marża EBITDA	11,2%	8,1%	12,4%	9,5%	9,6%	10,4%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%
Marża EBIT	10,3%	7,4%	11,8%	8,9%	8,9%	9,7%	8,8%	8,7%	8,6%	8,4%	8,3%	8,2%
Marża brutto	6,3%	4,3%	9,2%	6,7%	6,8%	7,4%	7,2%	7,4%	7,6%	8,4%	8,3%	8,2%
Marża netto	5,0%	2,8%	7,6%	5,4%	5,5%	6,0%	5,8%	6,0%	6,1%	6,8%	6,8%	6,7%
ROE	8,2%	5,5%	16,8%	11,7%	10,7%	10,1%	9,4%	9,7%	9,9%	11,0%	10,9%	10,8%
ROA	1,2%	0,8%	2,9%	2,4%	2,7%	2,8%	2,9%	3,1%	3,4%	3,9%	3,8%	3,8%
Dług	402,74	352,87	361,8	327,5	151,7	150,8	86,7	86,7	6,7	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	46,7%	35,9%	36,1%	32,9%	16,9%	16,5%	9,8%	9,7%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	87,7%	56,0%	56,4%	48,9%	20,3%	19,7%	10,9%	10,7%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-38,5%	-42,5%	-22,2%	-24,3%	-24,0%	-23,7%	-18,3%	-15,7%	-12,6%	-0,3%	0,0%	0,0%
Dług / Kapitał własny	185,3%	142,4%	121,4%	97,0%	40,2%	36,9%	19,7%	19,4%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	399,2	319,2	280,7	217,3	126,3	89,5	14,5	-37,9	-55,3	-73,9	-81,9	-88,1
Dług netto / Kapitał własny	183,6%	128,8%	94,2%	64,4%	33,4%	21,9%	3,3%	-8,5%	-12,2%	-15,8%	-17,2%	-18,2%
Dług netto / EBITDA	10,0	8,0	3,4	3,1	1,8	1,2	0,2	-0,5	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3
Dług netto / EBIT	10,9	8,7	3,6	3,4	1,9	1,3	0,2	-0,6	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
EV	690,9	610,9	572,4	509,0	417,9	381,2	306,2	253,8	236,4	217,8	209,8	203,6
Dług / EV	58,3%	57,8%	63,2%	64,3%	36,3%	39,6%	28,3%	34,2%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,4%	0,5%	3,2%	5,3%	1,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	87,7%	59,6%	89,9%	456,5%	808,9%	210,7%	76,9%	79,7%	76,7%	76,3%	74,4%	73,0%
Amortyzacja / Przychody	0,9%	0,7%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	-46,8%	-6,5%	5,1%	6,8%	10,3%	1,7%	5,7%	6,0%	0,9%	0,4%	-0,6%	-0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-468,0%	-23,0%	20,1%	78,2%	1048,6%	-29,1%	260,6%	288,4%	42,4%	19,6%	-30,0%	-41,3%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
MC/S	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	16,5	21,4	5,8	7,4	7,2	7,0	7,1	6,8	6,5	5,7	5,6	5,6
P/BV	1,34	1,18	0,98	0,86	0,77	0,71	0,66	0,65	0,64	0,62	0,61	0,60
P/CE	13,7	6,2	2,2	1,9	4,4	2,8	2,6	1,7	2,7	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	17,4	15,3	7,0	7,3	5,9	5,3	4,5	3,7	3,4	3,2	3,0	2,9
EV/EBIT	18,9	16,7	7,3	7,9	6,4	5,7	4,9	4,0	3,7	3,4	3,3	3,2
EV/S	1,9	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	5,2	6,0	7,2	8,1	9,1	9,8	10,6	10,8	10,9	11,2	11,4	11,6
EPS	0,4	0,3	1,2	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
CEPS	0,5	1,1	3,2	3,6	1,6	2,5	2,7	4,0	2,6	3,0	3,2	3,4
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	36,4	37,8	39,1	43,3	43,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	0,24	0,88	0,91	0,94	1,04	1,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 7,02 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	9,42	---	---	11.09.2014	7,02	54 268

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	4	31%
Akumuluj	4	31%
Trzymaj	1	8%
Redukuj	2	15%
Sprzedaj	2	15%

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 służyć inwestorom 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 instrumentie 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 11.09.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.09.2014 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 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.

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 listę 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 11.09.2014 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.