MARVIPOL

Wartość oferty akcji niemych	91,0 mln zł
Wycena kapitałów własnych Marvipol S.A. po emisji	391,8 mln zł
Wycena akcji niemej	13,03 zł
Liczba akcji niemych	7,4 mln
Wycena akcji zwykłej	8,00 zł
Liczba akcji zwykłych	36,9 mln
Bieżąca cena akcji zwykłej	9,00 zł
Bieżąca kapitalizacja	332,3 mln zł

Marvipol S.A. zadebiutował na GPW w 2008 r. Nie doszło jednak wtedy do emisji nowych akcji. W późniejszych okresach Marvipol przeprowadził kilka niewielkich emisji prywatnych, pozyskując około 11 mln zł nowych środków. Obecnie Spółka dostrzegając możliwości rozpoczynania nowych rentownych inwestycji, zdecydowała się pozyskać środki w drodze emisji akcji niemych. Środki umożliwią realizację strategii przy zachowaniu prawidłowej struktury kapitału.

Spółka zdecydowała się na emisję niestandardowego instrumentu o dywidendowym charakterze, uważając, iż na obecnym rynku ułatwi to pozyskanie kapitału. Akcje nieme są stosunkowo drogim instrumentem dla Emitenta, wymagającym wsparcia od głównego akcjonariusza, jednocześnie oferującym szczególne przywileje nowym inwestorom. Dotychczasowi akcjonariusze poparli taką formę pozyskania kapitału uważając, iż korzyści wynikające ze wzrostu skali działalności sfinansowanego dzięki pozyskanym środkom, przewyższą koszty uprzywilejowania nowych inwestorów oraz następującego rozwodnienia.

Spółka jest deweloperem mieszkaniowym, obecnym na rynku warszawskim. Ponadto, poprzez spółki zależne, Grupa Marvipol prowadzi działalność sprzedaży samochodów segmentu premium i luksusowych, posiada sieć myjni oraz świadczy usługi najmu powierzchni komercyjnych.

Na tle branży deweloperskiej Spółka charakteryzuje się ponadprzeciętną jakością budowanych mieszkań w ramach poszczególnych segmentów rynku oraz dużym doświadczeniem. Począwszy od 2002 r. Spółka zrealizowała 15 inwestycji mieszkaniowych w stolicy, przekazując prawie 2 000 lokali.

Historycznie Spółka realizowała strategię minimalizowania posiadanego banku ziemi. Strategia ta pozwalała na ograniczenie ekspozycji na zmiany cen gruntów. Dopiero w 2011 r. Spółka zdecydowała się na zakup dużego gruntu, na którym planuje zrealizować 6 etapową inwestycję mieszkaniową. Grunt został nabyty po korzystnej cenie około 767 zł za m^2 PU (obecnie bilansowo wyceniany jest na około 1 084 zł/m^2 PU).

Zgodnie z naszą prognozą w 2012 r. segment deweloperski zanotuje stratę, która będzie efektem niskiej ilości przekazanych klientom mieszkań, a nie gorszej sprzedaży lokali. Zarówno rok 2011 jak i 2012 charakteryzują się wysoką sprzedażą mieszkań w stosunku do lat ubiegłych. W 2011 r. sprzedaż wyniosła 518 lokali, w 2012 r. prognozujemy ją na poziomie 464 jednostek. Na dzień 30 czerwca 2012 r. Spółka wykazuje 732 lokale, które zostały sprzedane, ale nie zostały jeszcze przekazane nabywcom. W 2013 r. nastąpi kumulacja przekazań lokali sprzedawanych w latach 2011-2013. Prognozujemy, że przychody segmentu deweloperskiego przekroczą 400 mln zł, a liczba przekazań wyniesie ponad 900 lokali, wobec zakładanych przez nas 224 przekazań w bieżącym roku.

Po zakupie działki przy ulicy Marywilskiej (cel na który częściowo mogą zostać wykorzystane środki pozyskane z emisji) w przyszłym roku Spółka realizować będzie 7 inwestycji o zróżnicowanym standardzie, zlokalizowanych w Warszawie.

W ramach segmentu sprzedaży samochodów luksusowych Spółka jest autoryzowanym generalnym importerem lub jedynym autoryzowanym dealerem marek: Aston Martin, Jaguar, Land Rover/Range Rover, Lotus i Caterham. Popyt na samochody segmentu premium w Polsce cechuje się większą stabilnością oraz szybszym tempem wzrostu niż popyt na szerokim rynku. Przychody Grupy ze sprzedaży samochodów oraz usług powiązanych notowały na przestrzeni ostatnich 5 lat średnioroczną dynamikę wzrostu na poziomie ok. 9%. Pozytywny wpływ na rentowność segmentu mają świadczone przez Grupę usługi serwisu.

Poza wymienionymi powyżej dwoma głównymi segmentami Spółka świadczy usługi najmu powierzchni komercyjnych (posiada biurowiec „Prosta Tower") oraz posiada sieć 6 myjni samochodowych Robo Wash Center w Warszawie oraz myjnię Robo Wash Express w Koninie. Przy aktualnej skali działalności Grupy segmenty te nie mają dużego wpływu na osiągane przez nią wyniki.

Podsumowanie prognozy wyników finansowych

RZiS GK Marvipol						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody od odbiorców zewnętrznych	406,8	329,0	319,0	370,6	709,7	637,3
EBIT	35,1	42,8	70,1	19,9	88,4	57,5
Zysk netto	24,5	29,5	49,1	5,1	63,4	41,9

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Liczba przekazanych mieszkań	522	135	121	224	905	687
Średnia oferta w okresie	240	228	702	977	1 348	1 319
Sprzedaż	245	222	518	464	755	829
Średnia ważona efektywność w okresie	25,5%	24,3%	18,4%	11,8%	14,0%	15,7%

PROFIL SPÓŁKI

Marvipol SA jest spółką działającą od 1996 r., głównie w Warszawie, prowadzącą działalność w czterech segmentach: deweloperskim (głównie o charakterze mieszkaniowym), najmu powierzchni komercyjnych, sprzedaży samochodów (Aston Martin, Jaguar, Land Rover/Range Rover, Lotus czy Caterham) oraz myjni samochodowych Robo Wash Center i Robo Wash Express.

CZYNNIKI ATRAKCYJNOŚCI

- Zdywersyfikowana działalność pomiędzy niepowiązane segmenty
- Dywidendowy charakter instrumentu
- Jeden z najbardziej doświadczonych deweloperów o uznanej marce
- Działalność deweloperska skoncentrowana na rynku warszawskim
- Sprzedaż aut segmentu premium – segment o niższej cykliczności

Piotr Jankowski
Analityk, Makler p.w.
piotr.jankowski@noblesecurities.pl

Rafał Kozioł
Analityk, Makler p. w.
rafal.koziol@noblesecurities.pl

Jarosław Sojka
Analityk
jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl

Kontakt telefoniczny: +48 22 244 13 03

Cel emisji i instrument

Spółka planuje wyemitować do 7,4 mln szt. akcji na okaziciela serii I niemych uprzywilejowanych w zakresie dywidendy. Z emisji akcji łącznie Spółka planuje pozyskać do 91 mln zł (12,3 zł za akcje). Celem pozyskania środków jest finansowanie podstawowej działalności oraz inwestycji, przy jednoczesnej poprawie struktury finansowania. Zarząd Spółki dostrzega możliwości rozpoczynania nowych rentownych inwestycji. W naszej ocenie obecna struktura finansowania nie pozwala już na dalsze zwiększanie skali działalności poprzez wzrost zadłużenia, co także znajduje odbicie w warunkach emisji istniejących obligacji. Jednocześnie sytuacja na rynku kapitałowym nie sprzyja pozyskiwaniu finansowania w formie emisji akcji zwykłych. Akcje nieme stanowią z jednej strony alternatywne źródło pozyskania kapitału własnego dla Emitenta na obecnym rynku, z drugiej ich dywidendowy charakter (planowana stopa dywidendy – 13%) znacząco zmienia ich profil inwestycyjny.

Każdej akcji niemej serii I będzie przysługiwać stała dywidenda w wysokości 1,60 zł za każdy rok obrotowy (13% ceny emisyjnej). Do wypłaty dywidendy niezbędne będzie podjęcie odpowiednich uchwał przez WZA. Akcje serii I mają uczestniczyć w dywidendzie począwszy od dywidendy za rok 2013. Zgodnie ze statutem Spółki WZA podejmując uchwałę w sprawie podziału zysku będzie przestrzegało zasady, że dywidenda za rok 2013 oraz 2014 nie będzie wyższa niż 30% skonsolidowanego zysku netto GK Marvipol za dany rok obrotowy (powyższe zapisy mają także odzwierciedlenia w warunkach emisji obligacji). Dywidenda dla akcji niemych będzie przyznawana w pierwszej kolejności. Następnie WZA będzie mogło zdecydować o wypłacie do 62 gr dywidendy na akcje zwykłą bez zwiększania dywidendy z akcji niemych. W przypadku uchwalenia dywidendy powyżej 62 gr na akcję zwykłą, stała dywidenda z akcji niemej zostanie powiększona o 2-krotność nadwyżki dywidendy z akcji zwykłej ponad 62 gr.

Jeżeli za dany rok obrotowy akcjonariuszom akcji niemych nie zostanie wypłacona w całości lub części dywidenda to będzie im przysługiwało prawo do wyrównania z zysku w latach następnych, bez odsetek lub odszkodowań, nie później jednak niż w ciągu 3 kolejnych lat obrotowych i jednocześnie nie później niż z zysku za rok 2019. WZA podejmując uchwały w sprawie wypłaty dywidendy będzie w pierwszej kolejności przyznawało prawo do wyrównania, w drugiej bieżącą dywidendę dla akcji niemych oraz w trzeciej kolejności dywidendę dla pozostałych akcji. Prawo do wyrównania jest prawem związanym z akcją niemą, a nie z akcjonariuszem.

Dodatkowo wypłata dywidendy dla akcji niemych została uprawdopodobniona poprzez złożenie przez głównego akcjonariusza Spółki Mariusza Wojciecha Książek oświadczenia, iż będzie on popierał na WZA uchwały o wypłacie ww. dywidend. Ponadto główny akcjonariusz zablokował 6 738 212 sztuk akcji zwykłych, które w przypadku braku wypłaty dywidendy, o której mowa powyżej, akcjonariuszom akcji niemych (także w ramach prawa do wyrównania) zostaną nieodpłatnie przeniesione na rzecz akcjonariuszy akcji niemych jako rekompensata. Do celu wyliczenia należnej liczby akcji ich wartość została przyjęta na stałym poziomie 12,30 zł za akcję.

Na podstawie statutu Spółki, w dniu następującym bezpośrednio po dniu dywidendy za rok 2019, jednak nie później niż 31 grudnia 2020 r. akcje nieme serii I ulegną zamianie na akcje zwykłe serii I.

W naszej ocenie, przedstawiona wyżej konstrukcja akcji powoduje, iż należy różnie alokować wartość Spółki pomiędzy akcje zwykłe i nieme. Mianowicie wartość bieżąca przepływów pieniężnych wynikających z uprzywilejowania powinna zostać zaalokowana jedynie do akcji niemych, co szczegółowo zostało opisane w części raportu o wycenie.

Opis Spółki

Poprzednik prawny Emitenta powstał w 1996 r., początkowo świadcząc usługi związane z wczesnymi etapami procesu deweloperskiego. W 1998 r. Spółka rozpoczęła samodzielne realizacje projektów mieszkaniowych. Równolegle, w 1997 r., Spółka rozpoczęła działalność w segmencie myjni samochodowych, a w 2003 r. - sprzedaży samochodów luksusowych.

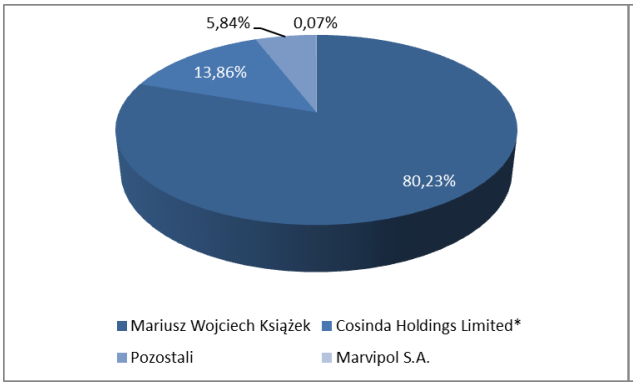
Obecnie Emitent prowadzi działalność w czterech obszarach biznesowych:

1. Działalność deweloperska, która jest działalnością podstawową Grupy, w ramach której zrealizowano 15 inwestycji wielorodzinnych, wraz z lokalami użytkowymi, zlokalizowanych w Warszawie oraz jeden projekt komercyjny – budowa biurowca „Prosta Tower". Łączna powierzchnia użytkowa zrealizowanych projektów wynosi ponad 130 tys. m^2;
2. Świadczenie usług wynajmu powierzchni komercyjnych, głównie powierzchni biurowej w budynku „Prosta Tower";
3. Działalność prowadzona w zakresie importu oraz sprzedaży na rynku polskim samochodów marki Aston Martin, Caterham, Jaguar, Land Rover, Range Rover oraz Lotus, sprzedaży części do tych samochodów, a także w zakresie usług serwisowych i gwarancyjnych dla tych marek;
4. Działalność w zakresie tworzenia i prowadzenia sieci myjni pod marką „Robo Wash Center" i „Robo Wash Express", w ramach której Grupa realizuje pełen proces uruchomienia punktu obsługi samochodów a następnie zajmuje się jego prowadzeniem. W skład sieci wchodzi sześć obiektów zlokalizowanych na terenie Warszawy oraz jeden w Koninie.

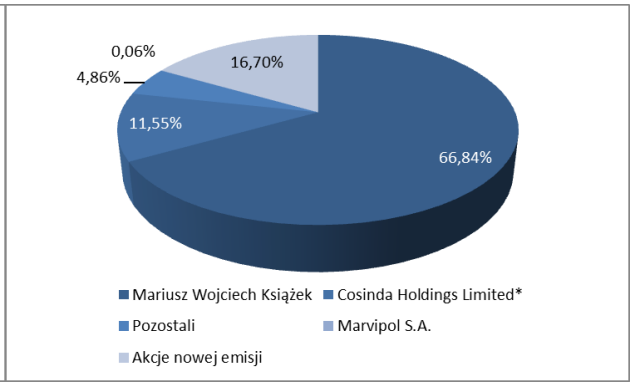
Na potrzeby raportu zdecydowaliśmy się łącznie przedstawić odpowiednio segmenty: deweloperski i najmu oraz sprzedaż samochodów i myjni.

Działalność poszczególnych segmentów oraz historyczne wyniki zostały omówione w dalszej części opracowania.

Obecna struktura akcjonariatu

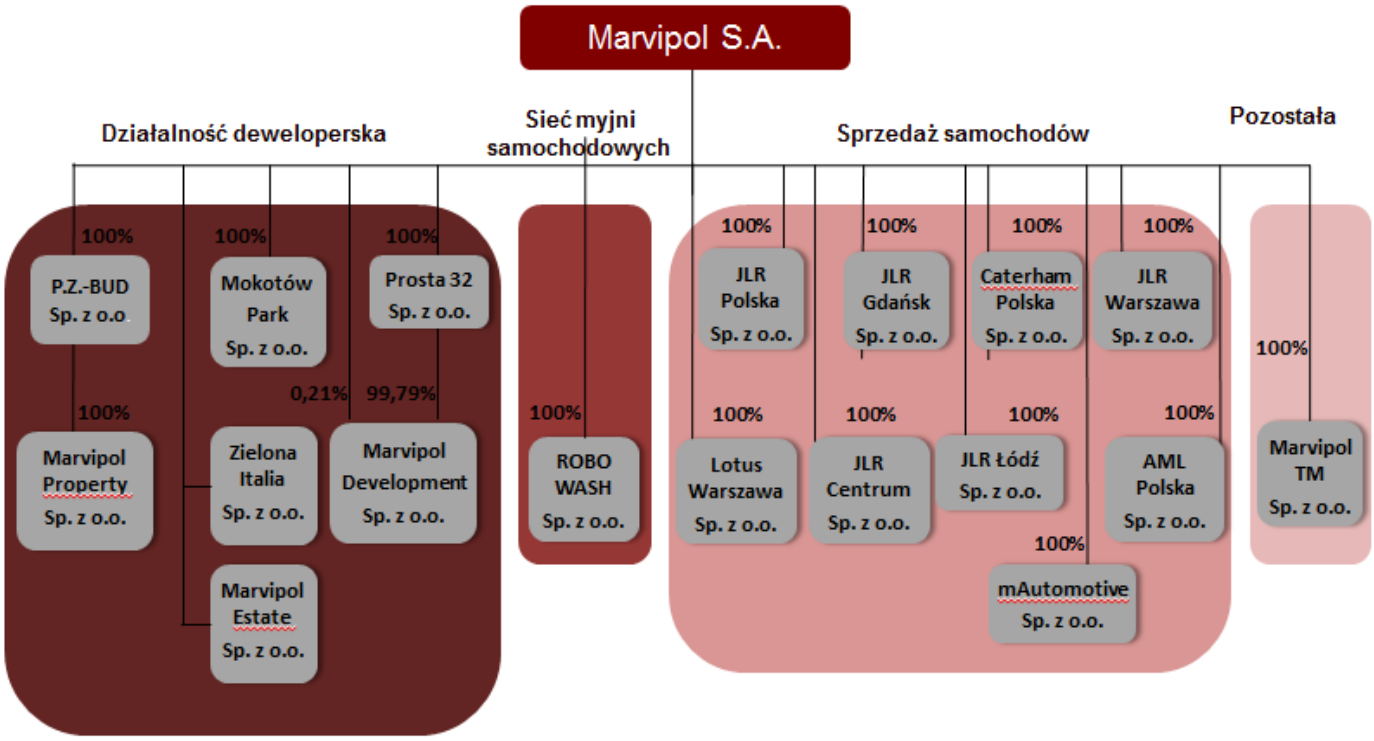


Struktura akcjonariatu po emisji



**Spółka kontrolowana przez Mariusza Wojciecha Książek*
Źródło: Marvipol

Struktura Grupy



Źródło: Marvipol

Segmenty deweloperski i najmu

Od początku działalności Spółka zrealizowała 15 inwestycji mieszkaniowych, w ramach których wybudowano prawie 2 000 lokali o powierzchni blisko 130 tys. m² oraz jeden projekt komercyjny – „Prosta Tower" o powierzchni ponad 6 tys. m². Poniższa tabela przedstawia podsumowanie historycznych inwestycji Emitenta:

Nazwa projektu	Dzielnica	Segment	Termin zakończenia budowy	Liczba lokali	PU	Rentowność projektu
Stawki Residence	Śródmieście	Apartamenty	II kw. 2002	49	4 307	41%
Dom Pod Klonem	Bielany	Popularny	III kw. 2002	123	5 018	41%
Międzynarodowa Residence	Praga-Południe	Apartamenty	IV kw. 2003	100	5 651	30%
Bielański Dom	Bielany	Popularny	II kw. 2004	148	7 436	39%
Dom Przy Agorze	Bielany	Popularny	IV kw. 2005	144	8 142	24%
Kazimierzowska Residence	Mokotów	Apartamenty	III kw. 2006	118	10 982	38%
Villa Marina	Mokotów	Apartamenty	IV kw. 2006	75	5 849	27%
Villa Cameratta	Bemowo	Popularny	IV kw. 2007	55	3 353	12%
Mokotów Residence	Mokotów	Apartamenty	III kw. 2008	119	9 079	21%
Wiatraczna Residence	Praga-Południe	Popularny	II kw. 2009	166	10 515	18%
Osiedle Platany	Włochy-Ursus	Popularny	IV kw. 2008	316	18 451	14%
Villa Cavaletti	Mokotów	Popularny	IV kw. 2010	39	3 354	44%
Villa Avanti	Praga-Południe	Popularny	IV kw. 2009	39	2 914	5%
Melody Park	Mokotów	Apartamenty	IV kw. 2009	308	22 575	24%
Prosta Tower	Śródmieście	Biurowy	III kw. 2011	-	6 060	-
Apartamenty Mokotów Park etap I	Mokotów	Apartamenty	IV kw. 2011	130	9 110	28%
Ogółem				**1 929**	**132 796**	

Źródło: Marvipol

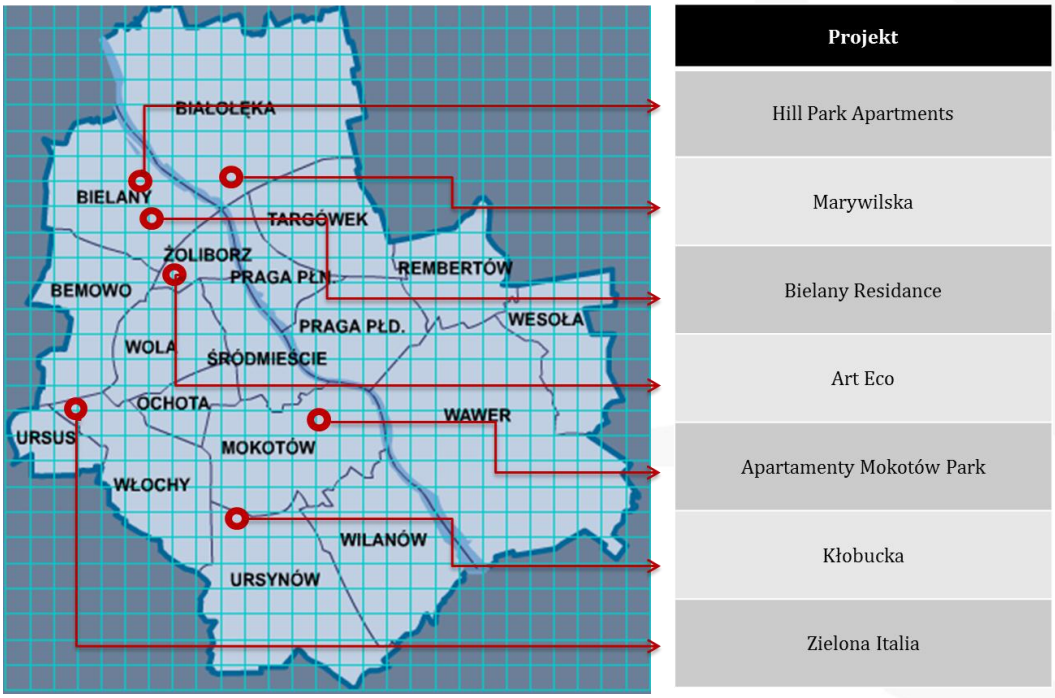
Poniższa tabela przedstawia podsumowanie prowadzonych i planowanych przez Spółkę inwestycji na dzień 30 czerwca 2012 r.:

Nazwa inwestycji	Status	Rozpoczęcie budowy	Zakończenie budowy	PU	Liczba lokali	Średnia pow. m² lokalu	Lokale sprzedane (%)	Lokale do sprzedaży	Lokale sprzedane nie-przekazane	Cena / PU	Koszt budowy/ PU	Koszt gruntu / PU	Marża brutto na sprzedaży
Apartamenty Mokotów Park II/III	w budowie	4kw. 2011	3kw. 2013	22 272	300	74,2	19,3%	242	58	7 700	4 500	1 588	25%
Bielany Residence	w budowie	4kw. 2011	4kw. 2013	24 018	395	60,8	25,1%	296	99	7 000	3 800	858	33%
Osiedle Zielona Italia	w budowie	4kw. 2010	4kw. 2012 - 4kw. 2013	55 044	872	63,1	65,9%	297	575	5 300	3 100	748	28%
Rezydencja Art Eco	w budowie	1kw. 2012	2kw. 2014	19 335	304	63,6	0,0%	304	0	7 300	5 000	1 295	17%
Hill Park Apartments I	w budowie	3kw. 2011	3kw. 2013	9 356	52	179,9	0,0%	52	0	8 300	5 000	2 371	6%
Hill Park Apartments II	planowany	1kw. 2015*	1kw. 2017*	8 018	59	135,9	-	59	-	8 700	5 000	2 371	3%
Kłobucka (6 etapów)	planowany	2kw. 2013*	2kw. 2015 - 2021*	126 206	2 500	50,5	-	2 500	-	6 500	3 500	1 084	27-28%
Marywilska (4 etapy)	planowany	1kw. 2013	4kw. 2014-2016	70 200	1 200	58,5	-	1 200	-	5 200	3 000	527	33-34%

**przyjęte terminy rozpoczęcia i zakończenia etapów projektu różnią się od założeń Emitenta*
W kolumnach: „Cena/PU", „Koszt budowy/PU"," „Koszt gruntu/PU", „Marża brutto na sprzedaży" podano szacunki analityków Noble Securities. Cena/PU – średnia cena m² PU netto bez miejsca parkingowego i komórki lokatorskiej. Marża brutto na sprzedaży szacowana jest z uwzględnieniem przychodów ze sprzedaży miejsc parkingowych i komórek lokatorskich oraz aktywowanych kosztów finansowych.
Źródło: Marvipol, szacunki Noble Securities

Na dzień 30 czerwca 2012 r. Spółka posiadała w ofercie 1 199 lokali, w tym 8 gotowych oraz 1 191 lokali w budowie. Jednocześnie w budowie znajdowało się 1 923 lokali w ramach 5 projektów mieszkaniowych, z których 732 lokale były sprzedane. Należy zwrócić uwagę, iż okres budowy poszczególnych etapów w ramach prowadzonych i planowanych projektów wynosi 8-9 kwartałów.

Na poniższej mapie przedstawiono przybliżone lokalizacje projektów realizowanych oraz planowanych do realizacji przez Spółkę:



Źródło: Marvipol

Opis realizowanych i planowanych projektów

Osiedle Zielona Italia

Osiedle Zielona Italia położone jest w administracyjnym rejonie Nowe Włochy w Warszawie, w trójkącie ulic: Obywatelskiej, Świerszcza i Chrościckiego. W ramach projektu na terenie sześciu hektarów powstaje kompleks, w którym znajdzie się dziewięć budynków, rynek główny, place, własne ulice oraz place zabaw i miejsca uprawiania sportu (kort tenisowy, boiska, ścieżki do biegania). Teren Osiedla został podzielony na dwie strefy. W pierwszej znajdować się będą wyłącznie budynki o funkcji mieszkalnej, place zabaw, zielone skwery oraz ciągi komunikacyjne, natomiast w drugiej powstaną budynki o funkcji mieszkalno-usługowej, centralny rynek, wieża zegarowa przy rynku oraz przedszkole. Projekt obejmuje 845 lokali mieszkalnych o łącznej powierzchni 53 201 m² oraz 26 lokali komercyjnych.

Ze względu na lokalizację jest to projekt o charakterze popularnym. Standard wykonania także mieści się w tym segmencie, niemniej jednak w ramach segmentu oceniamy go wysoko. Cena sprzedaży zapewnia odpowiednią rentowność projektu (szacujemy ją po kosztach finansowych na poziomie 28%) oraz bardzo dobre tempo sprzedaży.

Apartamenty Mokotów Park etap II i III

W ramach II i III etapu inwestycji powstaną dwa budynki: Villa Ventus i Villa Aqua. Pięciokondygnacyjne budynki o podwyższonym standardzie, wykończone elewacjami z płyt z piaskowca i drewna oraz blachy. Powierzchnie wspólne wyłożone zostaną kamieniem oraz wykładziną dywanową. Villa Ventus obejmuje 146 lokali mieszkalnych o łącznej powierzchni 10 697 m² oraz 5 lokali usługowych, natomiast Villa Aqua obejmuje 147 lokali mieszkalnych o łącznej powierzchni 10 658 m² oraz 4 lokale usługowe.

Uważamy, iż nie jest to projekt obecnie najbardziej oczekiwany na rynku, niemniej jednak w naszej ocenie przy odpowiedniej cenie znajdzie nabywców w satysfakcjonującym tempie. Przy cenie netto za 1 m² na poziomie 7 700 zł marżę brutto na sprzedaży (po kosztach finansowych) szacujemy na poziomie 25%.

Hill Park Apartments etap I i II

Hill Park Apartments to luksusowe, czteroapartamentowe domy z drewniano-kamienną elewacją, miejscami łączoną ze szkłem. Projekt powstaje na działce o powierzchni 38 395 m², na której wybudowanych zostanie 25 budynków o zróżnicowanych kształtach, kubaturze i odmiennych planach pięter oraz apartamentów. Część budynków to obiekty dwu i pół kondygnacyjne. Pozostałe to trzy i pół kondygnacyjne. Wszystkie budynki to domy czteroapartamentowe, z lokalami o powierzchniach od 70 do 220 m². Apartamenty na niskich kondygnacjach korzystają z sąsiadujących ogródków, zaś te położone na kondygnacjach wysokich posiadają obszerne tarasy. Ruch kołowy po terenie Hill Park Apartments będzie odbywał się wyłącznie pod ziemią, w tym również pomiędzy budynkami, a w skład infrastruktury towarzyszącej będzie wchodził obiekt handlowo-biurowy, basen dla mieszkańców oraz sala bankietowa i pomieszczenia administracyjne. I etap inwestycji obejmuje 13 budynków z 52 apartamentami o łącznej powierzchni 9 356 m², natomiast w II etapie wybudowanych zostanie 12 budynków z 48 apartamentami o łącznej powierzchni 6 918 m² oraz 11 lokali usługowych.

W naszej ocenie jest to najtrudniejszy projekt do sprzedaży w obecnej sytuacji rynkowej. Uważamy, że bardzo duża średnia wielkość lokalu (180 m² w I etapie, 136m² w II) oraz lokalizacja oddalona od centrum Warszawy spowoduje konieczność sprzedaży lokali po niższych cenach i jednocześnie wolne tempo sprzedaży. Brak sprzedaży na 30.06.2012 r. potwierdza trudności w znalezieniu nabywców. Ostatecznie zakładamy, iż ceną zapewniającą powolną sprzedaż jest 8 300 zł netto za m² w I etapie inwestycji oraz 8 700 zł w II. Bazując na wysokich kosztach budowy (zgodnie z umową zawartą z generalnym wykonawcą) zakładamy, iż budynki będą wysokiej jakości, stąd fakt przekazania do użytkowania I etapu spowoduje pewien wzrost tempa sprzedaży i pozwoli na uzyskanie wyższej średniej ceny m² w II etapie. Ostatecznie zakładamy, iż do momentu oddania I etapu kwartalna efektywność sprzedaży wyniesie jedynie 5%, a następnie wzrośnie do 10%. Po kosztach finansowych rentowność I etapu szacujemy na 6%, a II na 3%.

Bielany Residence

Bielany Residence to 7-10 piętrowy budynek położony przy ul. Sokratesa 9 w rejonie otoczonym przez Park Bielański, Las Młociński, Park Nowa Warszawa oraz Park Bemowo, tuż przy linii metra, z doskonałą komunikacją do centrum miasta. Projekt obejmuje strefę fitness & Spa, która została ulokowana na niskich kondygnacjach budynku. Na parterze budynku zlokalizowanych będzie 18 lokali handlowo-usługowych. Projekt obejmuje 378 mieszkań o powierzchni od 30 do 130 m² i liczbie pokoi od jednego do pięciu. Łączna powierzchnia lokali mieszkalnych wynosi 22 751 m². Pod budynkiem zaprojektowany został dwupoziomowy podziemny garaż dla pięciuset samochodów. Inwestycja zlokalizowana jest na działce o powierzchni całkowitej 11 350 m².

Bielany Residence kwalifikujemy jako budynek o podwyższonym standardzie. Lokalizację uważamy za korzystną, szczególnie ze względu na bliskość stacji metra. Dotychczasowe wyniki sprzedaży oceniamy jako satysfakcjonujące. Zakładamy, że na projekcie można osiągnąć średnią cenę sprzedaży na poziomie 7 000 zł/m² netto, przy odpowiednim tempie sprzedaży (kwartalna efektywność sprzedaży – 15%). Przy takiej cenie szacujemy marżę brutto na sprzedaży po kosztach finansowych na 33%.

Rezydencja Art Eco

Rezydencja Art Eco położona przy ul. Jasnodworskiej 3a na warszawskim Żoliborzu to budynek apartamentowy z usługami na poziomie parteru. Teren inwestycji obejmuje obszar 11 876 m². Bryła budynku składa się z dwóch części: sześcio- i dziewięciokondygnacyjnej. Część podziemna to dwukondygnacyjny garaż na 368 miejsc postojowych. Na obszarze wewnętrznego dziedzińca zaprojektowano place zabaw oraz strefę sportowo-rekreacyjną, między innymi z kortem tenisowym. Inwestycja obejmuje 291 lokali mieszkalnych o łącznej powierzchni 18 482 m² oraz 13 lokali usługowych.

Inwestycja zlokalizowana jest w rejonie, w którym koncentruje się aktywność deweloperów. Uważamy, że jest to dobra lokalizacja, w której skupia się znaczący popyt nieco zamożniejszych klientów. Fakt znaczącej oferty innych firm z jednej strony spopularyzował tę okolicę jako zmieniającą się z przemysłowej na nowoczesną mieszkaniową. Konkurencja Emitenta jest w stanie osiągać bardzo wysokie tempo sprzedaży lokali w tej lokalizacji. Z drugiej strony koncentracja działalności na tym obszarze będzie powodować silną konkurencję cenową. Bazując na wartości kontraktu z generalnym wykonawcą, zakładamy że projekt Marvipolu będzie wyższej jakości od średniej w tej lokalizacji. Niemniej, jednak uważamy, iż na wczesnych etapach inwestycji ciężko będzie wyeksponować to na rynku. W konsekwencji zakładamy, że ceną zapewniającą odpowiednie tempo sprzedaży będzie 7 300 zł za m². Przy takiej cenie marżę brutto na sprzedaży po kosztach finansowych szacujemy na poziomie 17%. Zakładamy, że do końca roku efektywność sprzedaży wyniesie 5%, w 2013 r. – 10%, a następnie 15%.

Kłobucka

Inwestycja Kłobucka będzie zespołem budynków mieszkalnych wielorodzinnych z usługami i garażem podziemnym. W ramach inwestycji Emitent wybuduje w sześciu etapach około 2 500 lokali o powierzchni około 126 tys. m².

W naszej ocenie lokalizacja projektu na granicy Ursynowa i Mokotowa, w bliskości centrum biurowego zlokalizowanego na południowym Mokotowie oraz wielu nowopowstających inwestycji mieszkaniowych oraz toru wyścigów konnych na Służewcu, jest korzystna. Niemniej jednak na poziomie najbliższego otoczenia: bliskość lotniska oraz terenów poprzemysłowych, dostrzegamy wady działki. Warto zwrócić uwagę, iż Marvipol nabył bardzo duży grunt, na którym obecnie znajdują się pawilony handlowe i magazyny, które będą znikały z tej okolicy w związku z prowadzonym projektem, co poprawi bliskie otoczenie inwestycji. Szacujemy, że cena sprzedaży 1 m² zapewniająca dobrą dynamikę sprzedaży (efektywność kwartalna na poziomie 15%) wynosi 6 500 zł netto. Przy takiej cenie rentowność brutto na sprzedaży po uwzględnieniu kosztów finansowych szacujemy na poziomie 27-28% dla czterech pierwszych etapów inwestycji.

Marywilska

W dniu 5 lipca 2012 roku Emitent zawarł przedwstępną umowę sprzedaży, której przedmiotem jest nabycie przez Emitenta prawa użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie, w rejonie ul. Marywilskiej o powierzchni 7,63 ha wraz z prawomocną decyzją o warunkach zabudowy nieruchomości na ca. 70 tys. m² PUM oraz prawomocną decyzją o pozwoleniu na budowę dla I etapu inwestycji. Zawarcie umowy przyrzeczonej nastąpi w terminie do 21 grudnia 2012 roku w przypadku spełnienia się określonych w umowie warunków. Podjęcie decyzji co do konkretnych rozwiązań w kwestii przedmiotowego projektu nastąpi po zawarciu umowy przyrzeczonej.

Ze względu na lokalizację działki klasyfikujemy projekt jako popularny. Uważamy, że w obecnych warunkach rynkowych i w związku z wyczerpującą się ofertą lokali w projekcie Zielona Italia, jest to działka dająca możliwość prowadzenia projektu odpowiednio dopasowanego do rynku, a także obecnej struktury oferty Emitenta. Cenę nabycia gruntu oceniamy jako korzystną. Szacujemy, że cena sprzedaży 1 m² zapewniająca dobrą dynamikę sprzedaży (efektywność kwartalna na poziomie 15%) wynosi 5 200 zł netto. Przy takiej cenie rentowność brutto na sprzedaży po uwzględnieniu kosztów finansowych szacujemy na poziomie 33-34% dla czterech pierwszych etapów inwestycji.

Mikołajki – działka Tałty

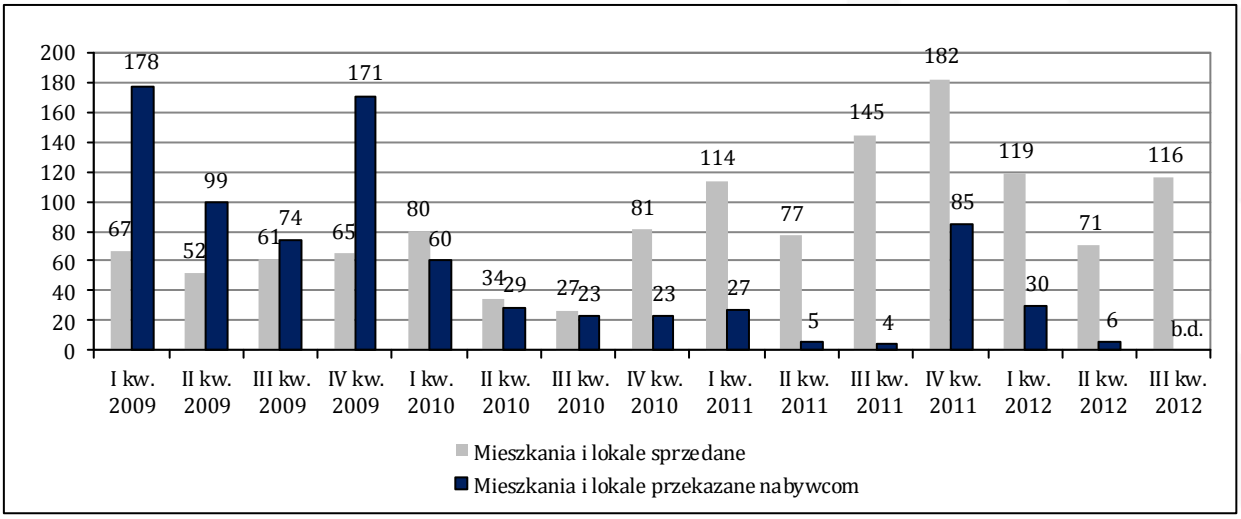
W Mikołajkach projektowany jest zespół zabudowy hotelowej z zapleczem usługowym – ośrodek turystyczno-rekreacyjno-sportowy dostosowany do funkcji konferencyjnych. Przewidywana jest budowa łącznie 25 budynków hotelowych usytuowanych w czterech kompleksach w obrębie działki i 5 budynków o funkcji usługowej. Obsługę zabudowy hotelowej zapewnią następujące obiekty: bosmanat z restauracjami, budynek biurowo-socjalny, budynek konferencyjny, obiekt basenów: wewnętrznego i zewnętrznego oraz pawilon wjazdowy. W granicach jeziora przewidziana jest budowa przystani śródlądowej dla jachtów. Spółka planuje sprzedaż lokali klientom i dalsze funkcjonowanie w formule aparthotelu.

Ze względu na segment projektu, niski popyt o charakterze inwestycyjnym na tego typu nieruchomości na obecnym rynku oraz brak doświadczenia Emitenta w realizacji tego typu przedsięwzięć, a także fakt iż Spółka od dłuższego czasu posiada grunty i w przeszłości planowała szybkie rozpoczęcie projektu, uważamy, że w najbliższym czasie projekt nie zostanie uruchomiony. Dla celów wyceny posiadane grunty uznajemy za aktywa nieoperacyjne.

Uważamy, iż Emitent w ramach standardu przypisanego do odpowiedniego segmentu mieszkań, tj. mieszkania popularne, o podwyższonym standardzie, apartamenty, dostarcza produkty o jakości wyższej niż przeciętna. W naszej ocenie dzięki temu marka Marvipol cieszy się renomą wśród nabywców na rynku warszawskim, w czym także upatrujemy przewagę konkurencyjną Emitenta. Uważamy, że taka strategia w długim okresie jest korzystna, ponieważ pozwala na osiągnięcie wyższych cen oraz tempa sprzedaży. Jednocześnie w obecnych warunkach rynkowych, w których wiele firm konkurencyjnych prowadzi agresywną politykę cenową, możliwą dzięki obniżaniu standardu budynków i co za tym idzie kosztów wytworzenia, będzie doprowadzać do obniżenia realizowanych marż. Szczególnie w przypadku I etapów nowowprowadzanych projektów, na wczesnym etapie budowy, wyższy standard wykonania jest trudny do zaprezentowania klientom i co za tym idzie trudny do przełożenia na wyższą cenę m².

Historyczna sprzedaż i oferta

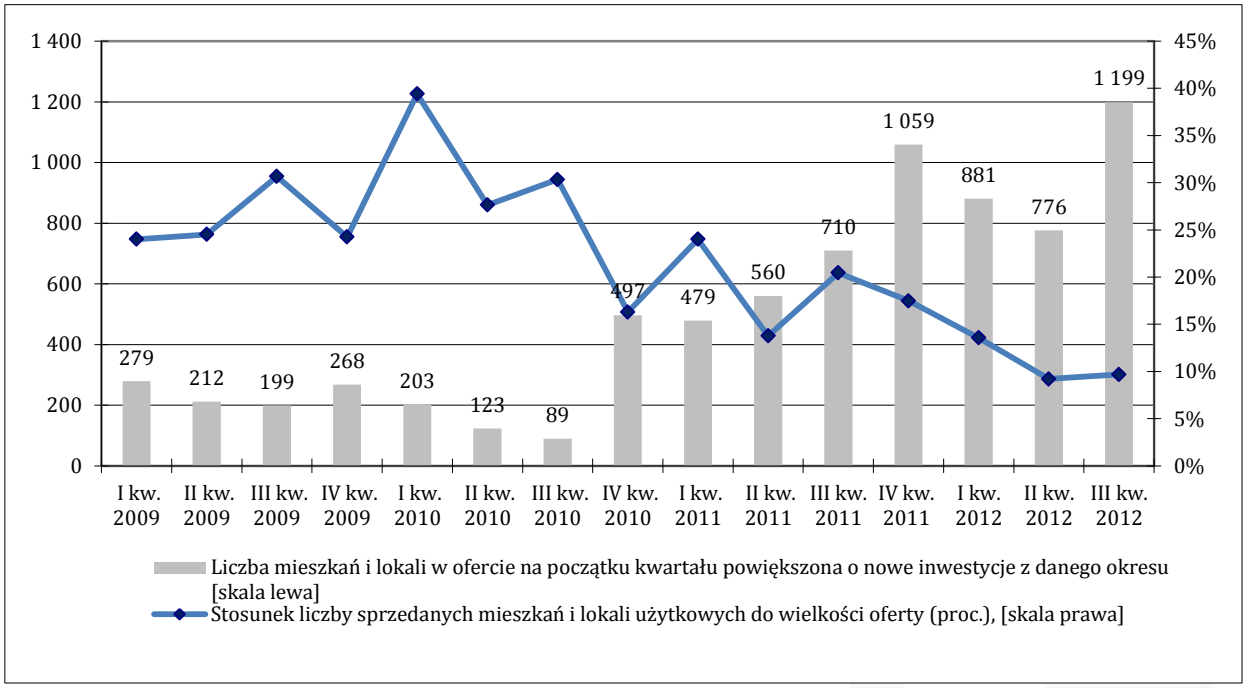
Na poniższym wykresie przedstawiono liczbę sprzedanych oraz przekazanych lokali kwartalnie w okresie od 1 stycznia 2009 r. do 30 września 2012 r.:



Źródło: Marvipol

Na powyższym wykresie obserwujemy, iż w ostatnich kwartałach sprzedaż lokali znacząco przewyższała liczbę lokali przekazywanych Klientom. Wynikało to ze struktury oferty Emitenta. Na dzień 30 czerwca 2012 r. Spółka sprzedała 732 lokale, które nie zostały jeszcze przekazane Klientom. Od IV kwartału 2012 r. Spółka rozpocznie przekazywanie mieszkań w projekcie Zielona Italia, które będzie kontynuowała aż do I kwartału 2014 r. (w miarę oddawania kolejnych budynków). W 2013 r. Spółka przekaże także mieszkania budowane w ramach projektu Mokotów Park etapy II i III oraz rozpocznie przekazywanie mieszkań w projekcie Bielany Residence. W konsekwencji w 2013 r. nastąpi kulminacja przekazań, a co za tym idzie przychodów z działalności deweloperskiej.

Na poniższym wykresie przedstawiono wielkość oferty Emitenta w danym kwartale oraz efektywność sprzedaży mieszkań:



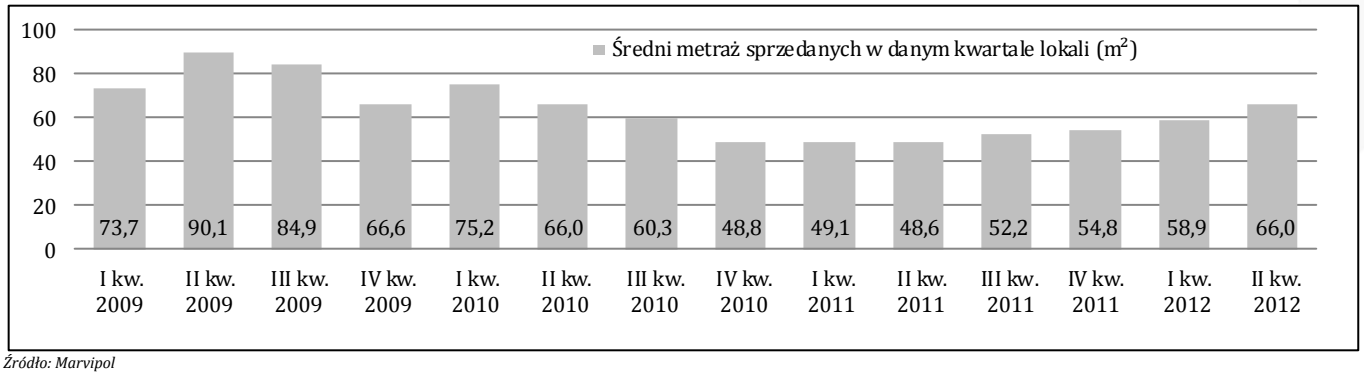
Źródło: Marvipol, szacunki analityków Noble Securities

W okresie od I kw. 2009 r. do III kw. 2010 r. Spółka uzyskiwała ponadprzeciętne efektywności sprzedaży, które w następnych kwartałach stopniowo się osuwały. Jednocześnie bardzo dynamicznie rosła oferta, stąd nominalna liczba sprzedanych lokali w 2011 r. była rekordowa w historii Spółki i wyniosła 518 lokali. Do 30 września 2012 r. Spółka sprzedała 306 lokali, prognozujemy, iż w całym roku Spółka sprzeda 454 lokale. W naszej ocenie głównymi powodami spadku efektywności sprzedaży są:

1. Duży udział nowo wprowadzanych projektów w rosnącej ofercie. W IV kwartale 2011 r. Spółka wprowadziła do sprzedaży 395 lokali w ramach projektu Bielany Residence, następnie w III kwartale 2012 r. 304 lokale w projekcie Rezydencja Art Eco. W ofercie III kw. 2012 r. po raz pierwszy wykazujemy także 52 apartamenty budowane w ramach inwestycji Hill Park Apartments. Należy zwrócić uwagę, iż ww. mieszkania są pierwszymi oferowanymi w ramach projektów, w przypadku Bielany Residence oraz Art Eco liczba jednorazowo wprowadzanych lokali jest znacząca, a okres budowy stosunkowo długi (8-9 kwartałów).
2. Spadek sprzedaży na całym rynku w II-III kwartale 2012 r.

W naszej ocenie projekty Bielany Residence oraz Art Eco są dobrze dopasowane do obecnego rynku i zakładamy, że w następnych kwartałach, gdy upłynie czas niezbędny do prezentacji oferty na rynku oraz okres do odbioru lokali będzie krótszy, nastąpi pewien wzrost efektywności sprzedaży. Ostatecznie zakładamy, że średnia efektywność w IIH 2012 r. wyniesie 12,2%. Zwracamy także uwagę, że z jednej strony dłuższy okres budowy lokali utrudnia sprzedaż w początkowym okresie budowy, z drugiej oznacza także, iż Spółka ma dodatkowe 2-3 kwartały na sprzedaż mieszkań, tak aby w ofercie nie kumulowały się mieszkania gotowe, a głównym źródłem finansowani kosztów budowy pozostały wpłaty klientów.

Na poniższym wykresie przedstawiono średni metraż mieszkań sprzedanych przez Grupę w danym kwartale w okresie od I kw. 2009 r. do II kw. 2012 r.:



Źródło: Marvipol

Powierzchnie biurowe

W segmencie tym Grupa zrealizowała budowę biurowca Prosta Tower zlokalizowanego w ścisłym centrum Warszawy przy ul. Prostej 32. Budynek wybudowano jako obiekt klasy A, z wysokością piętra przekraczającą 3 metry. Obiekt ma 19 kondygnacji naziemnych oraz 5-cio kondygnacyjny parking podziemny na 74 samochody. Powierzchnia biurowa przeznaczona pod wynajem wynosi 6 060 m². Biurowiec został oddany do użytkowania w III kwartale 2011 r. Większość budynku klasyfikowana jest jako nieruchomość inwestycyjna, 1 248 m² wykorzystywane jest na potrzeby własne Grupy i w konsekwencji prezentowane w aktywach trwałych.

Budynek jest dedykowany przede wszystkim dla najemców poszukujących przestrzeni biurowych o powierzchni od 150 do 600 m² zlokalizowanych w centrum miasta. Uważamy, że jest na rynku grupa docelowa firm poszukujących biura w prestiżowym budynku w centrum Warszawy, jednocześnie zgłaszając popyt na stosunkowo niewielkie powierzchnie przez co nie są najbardziej pożądanym klientem dla wielkopowierzchniowych centrów biurowych.

Lokalizację budynku oceniamy jako bardzo korzystną, w ścisłym centrum Warszawy, w niedużej odległości od stacji powstającej II linii metra. Należy jednak pamiętać, że w okresie do zakończenia prac związanych z budową centralnego odcinka II linii metra utrudniających komunikację z biurowcem, komercjalizacja budynku będzie utrudniona.

Założyliśmy pełną komercjalizację budynku w 2014 r. oraz następnie jego sprzedaż w 2015 r.

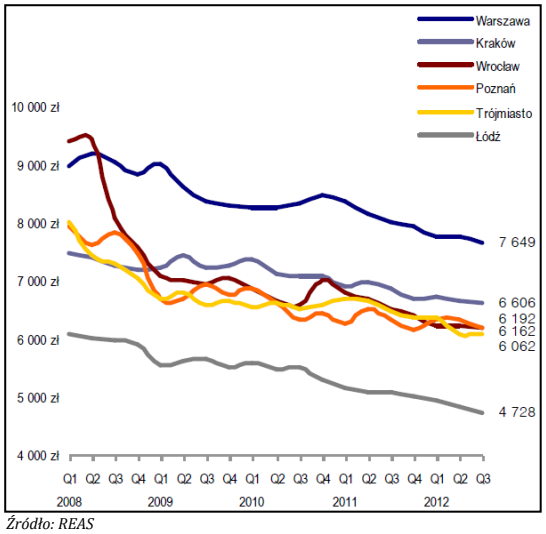
Rynek mieszkaniowy w Warszawie

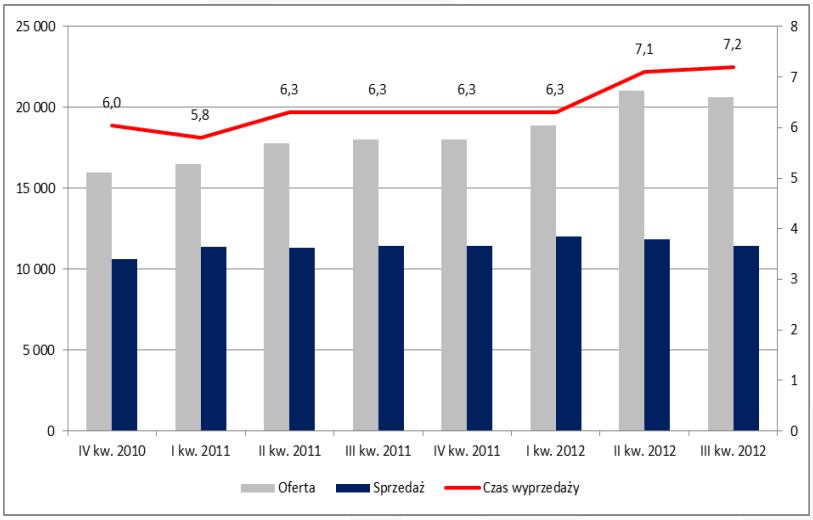
W raporcie przedstawiono jedynie krótkie podsumowanie sytuacji na rynku mieszkaniowym w Warszawie, uznając iż dokładniejsze materiały są powszechnie dostępne.

Warszawski rynek mieszkań jest zdecydowanie największym w Polsce, a ceny na nim są najwyższe ze wszystkich polskich aglomeracji. Przy założeniu rozsądnych cen zakupu gruntów, pozwala to deweloperom na realizację względnie wysokich marż na sprzedaży. Na tle kraju sytuacja ekonomiczna mieszkańców stolicy jest dobra. Stałe napływy ludności w wieku produkcyjnym zasilają stronę popytową rynku.

Na wykresie po lewej stronie przedstawiono średnie ceny mieszkań (z VAT, w standardzie deweloperskim) w ofercie rynkowej w głównych aglomeracjach w Polsce.

Na wykresie po prawej stronie przedstawiono ofertę, sprzedaż w 4 kwartałach poprzedzających oraz liczbę kwartałów niezbędną do sprzedaży całej oferty przy założeniu utrzymania sprzedaży na poziomie z ostatnich 4 kwartałów.





Źródło: REAS

W okresie od IV kw. 2010 r. do I kw. 2012 r. obserwowaliśmy względnie stały stosunek oferty do sprzedaży lokali, jednocześnie dostrzegając zauważalny wzrost oferty pomiędzy I a II kw. 2011 r. Taka sytuacja jest zbieżna z obserwowaną tendencją, iż II kw. jest z reguły okresem, w którym rozpoczyna się najwięcej inwestycji. Analogiczną sytuacje obserwujemy w roku 2012, przy czym wzrost oferty jest dużo wyraźniejszy i znacząco wydłuża się okres potrzebny do sprzedaży oferowanych lokali. Znaczący wzrost oferty w II kw. 2012 r. wiążemy głównie z wejściem w życie ustawy deweloperskiej w kwietniu 2012 r. Deweloperzy nie chcąc poddawać się wymogowi zapewnienia nabywcom rachunku powierniczego chcieli wprowadzić do sprzedaży jak największą liczbę lokali przed wejściem w życie ustawy. W kolejnym kwartale widzimy już pewien spadek liczby dostępnych lokali. Analitycy REAS przewidują (w odniesieniu do ogólnopolskiego rynku), iż w II kw. 2012 r. oferta osiągnęła średnioterminowe maksimum i w kolejnych kwartałach powinna stopniowo spadać.

Sprzedaż mieszkań w analizowanym okresie była względnie stabilna, choć w ostatnich 2 kwartałach zauważalny jest jej spadek pomimo większej niż w I kwartale oferty. Słabsza sprzedaż w III kwartale, wynika głównie z okresu wakacyjnego i związana jest z pewną sezonowością. W IV kwartale można oczekiwać niewielkiego wzrostu sprzedaży w związku z wykorzystaniem ostatnich miesięcy działania rządowego programu „Rodzina na swoim".

Zakładamy, że czynnikiem wspomagającym sprzedaż jest obecnie i pozostanie w najbliższych kwartałach elastyczność cenowa sprzedających. Może to jednak dalej skutkować osuwaniem się cen lokali, co widoczne jest na wykresie zamieszczonym powyżej.

Bardzo istotna dla strony popytowej jest dostępność kredytu. Uważamy, że w najbliższym czasie dostępność kredytów nie powinna spadać, a wręcz dostrzegamy w roku 2013 możliwość pewnego rozluźnienia polityki kredytowej, w związku z prawdopodobnymi zmianami rekomendacji T. Niemniej jednak zakończenie programu „Rodzina na Swoim", wraz z zapowiedzią wprowadzenia nowego programu wsparcia w II połowie 2013 roku, nie wpływając wprost na dostępność kredytu, może spowodować, że część klientów nie zdecyduje się na jego zaciągnięcie i zakup mieszkania, czekając na dofinansowanie w ramach zapowiadanego programu.

Segmenty sprzedaży samochodów i myjni samochodowych

Przedmiotem działalności Grupy jest, realizowana poprzez 9 spółek w 100% zależnych od Marvipol, sprzedaż detaliczna i hurtowa pojazdów mechanicznych oraz części zamiennych. Grupa Marvipol jest Autoryzowanym Generalnym Importerem lub jedynym Autoryzowanym Dealerem w Polsce 5 marek premium i luksusowych samochodów: Land Rover (wraz z Range Roverem), Jaguar, Aston Martin, Caterham oraz Lotus. Dwie pierwsze marki odpowiadają za zdecydowaną większość sprzedaży segmentu. Najważniejszym podmiotem w segmencie jest JLR Polska, będąca generalnym importerem oraz wyłącznym przedstawicielem na Polskę marek Jaguar i Land Rover. Spółka prowadzi sprzedaż samochodów poprzez autoryzowanych dealerów zarówno z Grupy Marvipol (np. JLR Centrum) jak i dealerów niezależnych. W ofercie Grupy znajdują się samochody specjalne (Land Rover) przeznaczone dla służb mundurowych. Spółka notuje sukcesy wygrywając przetargi w obszarze zamówień publicznych. W ostatnich latach segment samochodów odpowiadał za 35-83% skonsolidowanych przychodów, co wynikało głównie z dużej zmienności udziału segmentu deweloperskiego. W oparciu o dane PZPM/CEP wielkość sprzedaży Grupy można szacować na ok. tysiąc sztuk samochodów rocznie.

Oferowane marki samochodów

Aston Martin – brytyjska marka luksusowo-sportowych samochodów z najwyższego segmentu. Marka ma blisko 100-letnią historię. Sama marka jest jedną z najbardziej cenionych i rozpoznawanych marek dóbr luksusowych na świecie. Ceny nowych samochodów zawierają się w przedziale od 100 do 1 700 tys. euro. Grupa jest dealerem marki od 2009 r.

Jaguar – brytyjska marka samochodów luksusowych posiadająca 75-letną tradycję. Obecnie w sprzedaży dostępne są trzy modele: XK, XJ oraz XF. W filozofię marki wpisane jest tworzenie pięknych, szybkich samochodów. Grupa jest dealerem marki od 2004 r.

Land Rover – marka samochodów terenowych i SUV produkowanych w Wielkiej Brytanii od 1948 roku. W sprzedaży znajduje się sześć modeli, w tym trzy modele Range Rover. Pojazdy Range Rover cechują się jeszcze większym prestiżem, jakością oraz wyższymi cenami (od 40 tys. do 150 tys. euro) od pozostałych modeli Land Rover. Od kwietnia 2011 r. w sprzedaży oferowany jest nowy model Range Rover Evoque. Pierwsze wydania tych samochodów klientom nastąpiły pod koniec 2011 r. Grupa jest dealerem marki od 2004 r.

Caterham – niszowa, brytyjska marka lekkich samochodów sportowych; prawny i techniczny następca słynnego Lotusa Super 7. Od 2 sezonów marka aktywnie walczy na torach F1. Grupa jest dealerem marki od 2009 r.

Lotus – brytyjska marka samochodów sportowych i wyścigowych założona w 1952 roku przez Anthony'ego Colina Bruca'a Chapmana. Posiada w swojej ofercie 3 modele samochodów sportowych. W sezonie 2012 odnosi sukcesy w wyścigach F1. Grupa jest dealerem marki od 2011 r.

Zewnętrznymi czynnikami ryzyka dla prowadzonej przez Grupę działalności samochodowej są: kondycja finansowa producentów oraz rozwój portfolio oferowanych samochodów. Wielkość sprzedaży uzależniona jest m.in. od czynników takich jak wprowadzanie nowych modeli do sprzedaży (zmienność oferty) czy też atrakcyjność techniczna i wizualna samochodów. W 2008 roku w związku z restrukturyzacją koncernu Forda nastąpiła sprzedaż marek Jaguar oraz Land Rover za ok. 2 mld $ do indyjskiego koncernu Tata Motors. Obawy związane z ze zmianą akcjonariatu oraz ewentualnym spadkiem prestiżu tych marek nie potwierdziły się, czego dowodem był obserwowany od 2010 r. rozwój. Liczne premiery i zapowiedzi nowych modeli pokazały, że ikony brytyjskiej motoryzacji mają jasno wytyczony kierunek rozwoju. Po 3 pierwszych kwartałach 2012 r. dynamika wzrostu sprzedaży Jaguar Land Rover w Unii Europejskiej wyniosła 31% r/r wobec 7,6% spadku całego rynku (za ACEA/samochody osobowe).

Oferowane modele samochodów

Poniżej zaprezentowano oferowane przez Grupę Marvipol modele samochodów wraz ze wskazaniem najniższej ceny ofertowej w oparciu o strony internetowe dealerów, krótki opis modelu oraz relatywny poziom sprzedaży na tle całkowitej sprzedaży samochodów Grupy.

Model	Cennikowa cena brutto w zł (od)	Opis	Sprzedaż
JAGUAR			
XJ	339 tys.	Luksusowy samochód klasy wyższej (obecna generacja w sprzedaży od 2009 r.)	niska
XK (XKR)	481 tys.	Luksusowy samochód sportowy (obecna generacja w sprzedaży od 2006 r.)	b. niska
XF	198 tys.	Sportowy sedan klasy średniej-wyższej (w sprzedaży od 2008 r.)	duża
LAND ROVER			
Defender	143 tys.	Samochód terenowy produkowany od 1983 r. bez większych zmian konstrukcyjnych. Na wyposażeniu wielu armii na całym świecie.	duża
Freelander 2	156 tys.	Kompaktowy SUV (druga generacja od 2006 r.)	średnia
Discovery 4	251 tys.	Średniej wielkości SUV (obecny model w sprzedaży od 2009r.)	średnia
RANGE ROVER			
Evoque	184 tys.	Kompaktowy SUV o atrakcyjnym designie wprowadzony do sprzedaży w 2011 r.	duża
Range Rover Sport	299 tys.	Duży samochód terenowy zbudowany w oparciu o lekką ramę (wprowadzony w 2005 r.)	średnia
Range Rover	474 tys.	Duży luksusowy samochodów terenowy (w 2012 r. do sprzedaży wchodzi nowy model)	niska
ASTON MARTIN			
DBS	1 345 tys.	Flagowy model marki - luksusowe coupe, produkowane od 2007 r	b. niska
Virage	b.d.	Luksusowe, sportowe coupe (od 2007 r.)	b. niska
Vantage	650 tys.	Luksusowe coupe (od 2009 r.)	b. niska
DB9	942 tys.	Luksusowe coupe (od 2003 r.)	b. niska
Rapide	1 061 tys.	Luksusowe czterodrzwiowe coupe, produkowane od 2010 r.	b. niska
CATERHAM			
Roadsport	27 tys. GBP	super-lekki samochód sportowy (roadster)	b. niska
Superlight	37 tys. GBP	super-lekki samochód sportowy (roadster)	b. niska
CSR 175	40 tys. GBP	super-lekki samochód sportowy (roadster)	b. niska
LOTUS			
EVORA	84 tys. EUR	Sportowe coupe	b. niska
ELISE	40 tys. EUR	Lekki samochód sportowy	brak
EXIGE	87 tys. EUR	Sportowy samochód wyczynowy	brak

Źródło: strony internetowe dealerów samochodowych, Marvipol, szacunki analityków Noble Securities.

Największe znaczenie dla poziomu sprzedaży Grupy Marvipol ma 6 modeli, tj. odpowiednio: Range Rover Evoque, Land Rover Defender, Jaguar XF oraz Land Rover Freelander 2, Land Rover Discover 4 i Range Rover Sport. Dużym sukcesem sprzedażowym na świecie i w Polsce okazał się być wprowadzony do sprzedaży w 2011 r. Range Rover Evoque. Łączący prestiż marki, kompaktowe rozmiary i nowoczesny design samochód został pozytywnie odebrany przez prasę branżową i klientów. Auto zostało zaoferowane w niewygórowanej cenie (od ok. 30 tys. GBP) z myślą również o osobach użytkujących pojazdy głównie w mieście.

Podobnie jak ma to miejsce u konkurencyjnych dealerów znaczącym źródłem zysku operacyjnego dla segmentu są usługi serwisu, które generują wyższą marżę niż sama sprzedaż samochodów. Klienci decydujący się na zakup drogich samochodów luksusowych cechują się wyższą lojalnością i często pozostają klientami autoryzowanego serwisu przez wiele lat. Wzrost sprzedaży nowych samochodów i wzrastająca liczba użytkowanych pojazdów z oferowanych marek pozwala na prognozowanie zwiększenia przychodów z tej pozycji. Marvipol nie wyróżnia wprost jaka część przychodów wynika z usług serwisu. W oparciu o rozbicie przychodów z tyt. świadczonych usług można szacować, że jest to mniej niż 12 mln zł rocznie. Główne aktywa segmentu stanowią zapasy samochodów i części, a w zakresie środków trwałych salony samochodowe.

Poniżej zaprezentowano historyczne wyniki sprzedażowe w segmencie samochodów oraz liczbę noworejestrowanych samochodów marek Jaguar i Land Rover w Polsce:

mln zł/sztuki	2009	2010	2011	I-III kw. 2012
Przychody ze sprzedaży samochodów i części segmentu samochodowego GK Marvipol.	135	228	215	b.d.
Liczba zarejestrowanych nowych samochodów osobowych marek Land Rover i Jaguar *	763	849	708	648

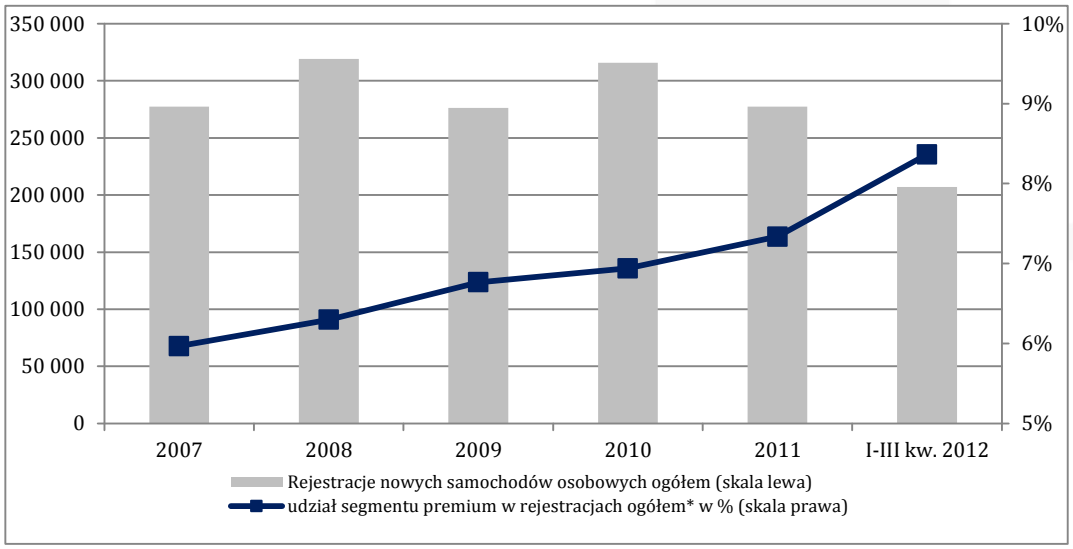
Źródło: Marvipol, analizy PZPM na podstawie danych Centralnej Ewidencji Pojazdów.
** nie uwzględnia sprzedaży samochodów klasyfikowanych jako ciężarowe (m.in. bankowozy) oraz sprzedaży na potrzeby publiczne (przetargi dla wojska, służb granicznych itp.). Nowe samochody ww. marek rejestrowane w Polsce mogą częściowo pochodzić z prywatnego importu (bez pośrednictwa JLR Polska). Od 2009 r. niewielki wpływ na przychody mają również Aston Martin i Caterham a od 2011 r. Lotus.*

Opis rynku

Marki oferowane przez Grupę Marvipol klasyfikowane są jako auta należące do segmentów: premium i luksusowego. Najważniejsze dla wyników Grupy marki Land Rover/Range Rover i Jaguar plasowane są w pierwszym z wymienionych segmentów. Wśród podstawowych konkurentów Grupy w kategorii premium należy wymienić marki ekskluzywne takie jak: Mercedes, BMW, Audi, Jeep, Porsche, Lexus, Volvo. Na sytuację rynkową segmentu samochodów należy patrzeć zarówno przez pryzmat rynku sprzedaży nowych samochodów osobowych w Polsce, jak i przez pryzmat specyficznych tendencji sprzedażowych w segmencie premium.

Według danych Centralnej Ewidencji Pojazdów, w 2011 roku zarejestrowano w Polsce 277,4 tys. nowych samochodów osobowych (z homologacją osobową i ciężarową) tj. o 12,2% mniej niż rok wcześniej. Spadek sprzedaży był rezultatem zaniku kategorii samochodów osobowych z homologacją ciężarową, których rejestracje zmniejszyły się o 96,8% do 3 090 aut (zmiana przepisów podatkowych uniemożliwiająca odliczenie 100% podatku VAT od aut z kratką). Jednym z głównych czynników zmniejszenia sprzedaży nowych samochodów w 2011 roku był postrzegany przez konsumentów stan koniunktury gospodarczej, niejasne perspektywy rozwoju w przyszłości oraz brak stabilnej polityki państwa w zakresie użytkowników flotowych. Pewien negatywny wpływ miała marcowa powódź w Japonii, która dotknęła nie tylko japońskich producentów, lecz również pośrednio producentów z innych krajów poprzez kłopoty japońskich dostawców. Ponadto do zmniejszenia sprzedaży przyczyniły się rosnące ceny paliw. Trudno mierzalnym zjawiskiem, obserwowanym również w segmencie aut premium, była skala sprzedaży w ostatnich 2 latach samochodów dla firm klasyfikowanych jako bankowozy, co powodowało zarejestrowanie ich do samochodów ciężarowych (pomimo faktu, iż przeważnie było to metoda optymalizacji podatkowej). Obecny średni wiek użytkowanego w Polsce samochodu to 15 lat. Jedynie 10,8 % użytkowanych samochodów ma mniej niż 5 lat. Ze względu na mniejszą zamożność społeczeństwa Polacy nabywają zdecydowanie mniej nowych samochodów w przeliczeniu na liczbę mieszkańców niż obywatele państw Europy Zachodniej. W 2011 r. w Polsce zarejestrowano 7,2 samochodów osobowych na 1 000 mieszkańców wobec poziomu tego wskaźnika odpowiednio: 38,1 w Niemczech, 34,9 we Francji, 17,9 w Hiszpanii czy też 16,9 w Republice Czeskiej (za ACEA). Wśród występujących tendencji w Polsce obserwuje się niewielki, względny spadek sprzedaży najmniejszych modeli na korzyść większych samochodów. Segment aut premium jest mniej wrażliwy na wahania koniunktury i w ostatnich latach odznaczał się wyższym średniorocznym poziomem wzrostu – co ilustruje poniższy wykres. Wynika to z mniejszego narażenia tego segmentu na zjawisko masowego importu używanych samochodów z rozwiniętych krajów Unii Europejskiej, który pozostaje największą przeszkodą dla wzrostu sprzedaży nowych samochodów. Wraz z postępującym wzrostem zamożności społeczeństwa polskiego można oczekiwać poprawy poziomów sprzedaży nowych samochodów, w szczególności w segmencie premium. Wielkość rejestracji przyjętych marek premium w 2011 r. wyniosła 20 354 sztuk samochodów osobowych, co oznacza spadek o 7,1% r/r. Spadek był tym samym o 5% mniejszy niż dla samochodów osobowych ogółem. W oparciu o statystyki pierwszych rejestracji sprzedaży w miesiącach styczeń-wrzesień 2012 r. zaobserwowano 2,2% dynamikę wzrostu dla samochodów osobowych ogółem wobec 14,9% dynamiki sprzedaży samochodów z segmentu premium (bez uwzględnienia marki Saab).

Rejestracja nowych samochodów osobowych i udział segmentu premium w Polsce

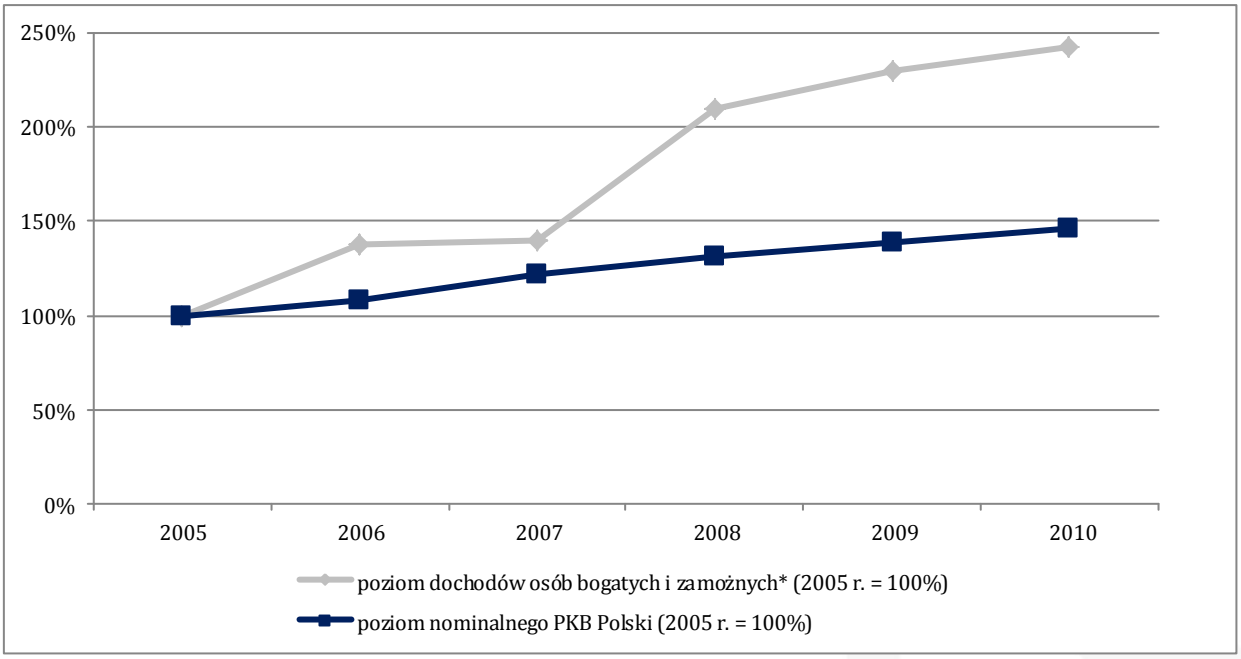


Źródło: analizy PZPM na podstawie danych Centralnej Ewidencji Pojazdów. Segment premium uwzględnia marki: Mercedes, BMW, Audi, Jeep, Porsche, Lexus, Volvo, Jaguar, Land Rover oraz do 2011 roku włącznie markę Saab.
** - do 2009 r. w oparciu o statystyki sprzedaży (sprzedaż premium/sprzedaż ogółem).*

W odniesieniu do liczby rejestracji w 2009 r. należy zwrócić uwagę, iż w związku z funkcjonującym w Niemczech w 2009 r. systemem dopłat wielu obcokrajowców decydowało się zakupić auto w Polsce ze względu na niższe ceny u polskich dealerów. Ze względu na masową skalę zjawiska samochodowej turystyki zakupowej w 2009 r. wystąpiła w Polsce bardzo duża różnica (44 tys. sztuk) między liczbą sprzedanych aut a liczbą aut

faktycznie zarejestrowanych. Łączna sprzedaż, która bardziej interesuje dealerów była na praktycznie identycznym poziomie jak w 2008 r. (320 tys. sztuk).

Poziom dochodów osób bogatych i zamożnych na tle zmian PKB Polski



Źródło: Raport KPMG „Rynek dóbr luksusowych w Polsce – Edycja 2011" Opracowanie własne KPMG w Polsce na podstawie danych Ministerstwa Finansów (dla 2010r. szacunki KPMG), GUS
**dane szacunkowe, wartość dochodu osób bogatych i zamożnych wyznaczono jako iloczyn prezentowanych w raporcie: liczby osób bogatych i zamożnych oraz ich przeciętnego miesięcznego dochodu. Osoba zamożna to osoba posiadająca dochody na poziomie co najmniej 7,1 tys. zł brutto miesięcznie (powyżej progu podatkowego)*

Rynek dóbr luksusowych w Polsce charakteryzuje się na przestrzeni ostatnich lat wysoką dynamiką wzrostu. Fluktuacje poziomu realnego PKB w umiarkowanym stopniu wpływały na zmiany tempa wzrostu dochodów osób bogatych i zamożnych. Powyższe wnioski ograniczają ryzyko spadku popytu w segmencie samochodowym, a ponadto stanowią dobrą przesłankę wzrostu. W oparciu o dane KPMG liczba osób bogatych i zamożnych wzrosła pomiędzy 2005 r. a 2010 r. z 338,8 tys. osób do 620 tys. osób. Segment samochodowy ma tym samym bardzo dobrą ekspozycję na wzrost liczby osób bogatych i zamożnych, będących docelowymi klientami tego segmentu.

Segment Myjni Samochodowych

Spółka, poprzez Robo Wash Sp. z o.o., spółkę zależną w 100%, prowadzi także 2 sieci automatycznych myjni samochodowych pod marką Robo Wash Center oraz Robo Wash Express – świadczące usługi dla klientów indywidualnych jak i obsługującą floty. Pierwsza myjnia została otwarta w 1997 r., natomiast obecnie Spółka posiada już 6 stacji obsługi zlokalizowanych w różnych dzielnicach Warszawy (Śródmieście, Mokotów, Wola, Targówek, Włochy, Białołęka). Aktualnie Spółka prowadzi negocjacje z dwoma sieciami handlowymi w celu otwarcia kolejnych myjni Robo Wash w sąsiedztwie sklepów. Z jednym z tych podmiotów – siecią Kaufland - Spółka zawarła umowa o współpracę, w ramach której została otwarta myjnia Robo Wash Express w Koninie.

Główne czynniki ryzyka

Ryzyko związane ze zmianami na rynku deweloperskim

Dalszy rozwój działalności deweloperskiej Spółki zależy w decydującym stopniu od zdolności pozyskiwania atrakcyjnych terenów pod nowe projekty deweloperskie po konkurencyjnych cenach oraz ich właściwego wykorzystania, a następnie od zdolności Spółki do sprzedaży na rynku wybudowanych mieszkań w odpowiednim terminie i z satysfakcjonującą marżą. Rentowność działalności deweloperskiej Spółki zależy również bezpośrednio od poziomu cen mieszkań w Polsce, a w szczególności w Warszawie. Spadek sprzedaży może skutkować, późniejszym niż zakładane, raportowaniem przychodów ze sprzedaży z danego projektu oraz spowolnieniem rozpoczynania nowych inwestycji. Realizacja projektów deweloperskich wiąże się z ryzykiem zmiany kosztów związanych z realizowanymi projektami, np. zmiany cen materiałów budowlanych, kosztów wynagrodzenia wykonawców czy kosztów wynikających ze zmian w przepisach prawa lub opłatach publiczno-prawnych.

Ryzyko związane z opóźnieniami w realizacji inwestycji mieszkaniowych

Mimo posiadanego przez Spółkę doświadczenia mogą pojawić się opóźnienia związane z zakupem gruntów pod nowe inwestycje lub z procesem pozyskiwania pozwoleń administracyjnych, spory prawne czy opóźnienia w prowadzonych pracach budowlanych i w pozyskiwaniu finansowania. Wydarzenia te mogą mieć niekorzystny wpływ na datę rozpoczęcia i zakończenia projektów deweloperskich ujętych w naszych prognozach oraz na osiągane przez Spółkę wyniki. Spółka rozpoznaje przychody z projektu deweloperskiego w momencie przekazania mieszkań nabywcom, stąd potencjalne opóźnienia oddania budynków do użytkowania mogą spowodować przesunięcie rozpoznania przychodów na późniejsze niż prognozowane lata obrotowe.

Ryzyko związane z poziomem dźwigni finansowej oraz pozyskiwaniem nowych środków finansowych

Prowadzona przez Emitenta działalność wymaga pozyskiwania finansowania zewnętrznego znaczącej wartości. Dotychczas Emitent nie miał problemów z pozyskiwaniem finansowania zarówno w formie kredytów bankowych, jak i obligacji. Nie można jednak wykluczyć, że w przyszłości, także z przyczyn znajdujących się poza kontrolą Emitenta, nie będzie w stanie pozyskać finansowania dłużnego w odpowiedniej do prowadzonej działalności skali. Wystąpienie takiej sytuacji może doprowadzić do opóźnienia w realizacji bądź odstąpienia od realizacji niektórych projektów bądź w skrajnym przypadku do problemów płynnościowych. Spółka zdecydowała się na sfinansowanie dalszego wzrostu poprzez przeprowadzenie oferty

akcji. Zrealizowanie oferty znacząco poprawi strukturę finansowania oraz obniży wskaźniki zadłużenia, które zbliżyły się do poziomów granicznych wynikających z warunków emisji istniejących obligacji.

Ryzyko niezrealizowania oferty akcji w całości

Aktualne warunki makroekonomiczne panujące na polskim jak i zagranicznych rynkach wpłynęły na ograniczenie zainteresowania inwestorów akcjami. Dodatkowo Spółka zdecydowała się przeprowadzić ofertę instrumentu innowacyjnego, który nie jest przez inwestorów dobrze znany, ustalając niski próg emisji (5 akcji). Przygotowany przez nas model jest oparty na założeniu pozyskania przez Spółkę całości planowanej kwoty, natomiast w przypadku zrealizowania oferty tylko w części, poczynione założenia mogą nie być realistyczne. W przypadku pozyskania mniejszej kwoty Spółka może nie być w stanie sfinansować założonych do przeprowadzania projektów lub sfinansować je zwiększając zadłużenie. Ewentualny wzrost zadłużenia może pogorszyć strukturę finansowania Emitenta i zwiększyć jego koszt, a także utrudnić pozyskanie dodatkowego finansowania w przyszłości.

W przypadku niezrealizowania oferty w całości instrument, mimo notowania na GPW, może być niepłynny.

Ryzyko związane z charakterystyką instrumentu oraz brakiem wypłaty dywidendy

Oferowane przez Spółkę akcje wiążą się z ryzykiem wynikającym z konstrukcji tego instrumentu. Z instrumentem związane jest uprzywilejowanie w zakresie wypłaty dywidendy. Istnieje ryzyko, że walne zgromadzenie akcjonariuszy nie podejmie uchwały o wypłacie dywidendy z zysku lub uchwalona dywidenda nie osiągnie poziomu co najmniej 1,60 zł na akcję niemą. Istnieje także ryzyko, że następnie nie zostanie uchwalona wypłata w ramach prawa do wyrównania. W takim przypadku istnieje ryzyko, że wartość akcji zwykłych Marvipol S.A., którymi główny akcjonariusz Spółki zrekompensuje akcjonariuszom akcji niemych brak dywidendy będzie znacząco odbiegać od ceny 12,30 zł za akcję (wartość przyjęta do wyliczenia należnej liczby akcji w ramach rekompensaty).

Prawdopodobnie będzie to pierwszy tego typu instrument notowany na GPW, stąd trudno przewidzieć skalę obrotów.

Struktura zadłużenia

Spółka jest relatywnie mocno zadłużona, na 30.06.2012 r. stosunek długu netto do kapitałów własnych wynosił 179,2%. Wskaźnik kapitałów własnych do sumy bilansowej wynosi 25,2% i zbliżył się do granicznego poziomu wskazanego w warunkach emisji istniejących obligacji. Warto zauważyć, że do czasu przekazania lokali wpłaty klientów, księgowane jako przychody przyszłych okresów, powiększają zobowiązania, zmniejszając tym samym wskaźnik kapitałów własnych do sumy bilansowej. Dopiero w momencie przekazania lokali Spółka rozpoznaje przychód i wynik, który odnoszony jest na kapitał własny, a saldo zobowiązań spada o wartość wyksięgowanych zaliczek klientów, w dwojaki sposób zwiększając ten wskaźnik. Przeprowadzenie oferty akcji niemych ma m.in. na celu poprawę wskaźników zadłużenia.

Poniżej przedstawiono strukturę terminową zadłużenia:

Zadłużenie z tyt. kredytów, pożyczek i emisji obligacji GK Marvipol na 30.06.2012 r.					
mln zł	< 1 rok	1 - 3 lata	4 - 5 lat	> 5 lat	**SUMA**
Kredyty i pożyczki	8,71	86,59	90,84	1,01	**187,15**
Obligacje	40,71	138,50	-	-	**179,22**
Razem	**49,42**	**225,10**	**90,84**	**1,01**	**366,37**

W dniu 31.10.2012 Spółka wyemitowała obligacje zerokuponowe, 9-miesięczne o wartości nominalnej 16,02 mln zł, celem finansowania projektu deweloperskiego Hill Park Apartments.

Większość finansowania dłużnego związana jest z prowadzoną działalnością deweloperską: kredyty budowlane, gruntowe oraz obligacje, których głównym celem był zakup działek. Struktura terminowa zadłużenia jest względnie korzystna. Przy założeniu satysfakcjonującej sprzedaży w prowadzonych projektach i braku znaczących opóźnień w uruchomieniu planowanych inwestycji deweloperskich, wydaje się ona dopasowana do przepływów generowanych przez Grupę z działalności operacyjnej (skorygowanych o zakup gruntów).

Prognozy wyników finansowych

Segment deweloperski i najmu

W poniższej tabeli przedstawiono wykaz podstawowych danych dotyczących projektów założonych do realizacji w okresie 2H 2012-2016:

Nazwa inwestycji	Rozpoczęcie budowy	Zakończenie budowy	PU	Liczba lokali	Średnia pow. m² lokalu	Lokale sprzedane (%)	Lokale do sprzedaży	Lokale sprzedane nie - przekazane	Cena / PU	Koszt budowy / PU	Koszt gruntu/ PU	Marża brutto na sprzedaży	Kwartalna efektywność sprzedaży
Apartamenty Mokotów Park I	4kw. 2009	4kw. 2011	10 157	129	78,7	93,8%	8	0	7 600	-	-	28%	4 lokale
Apartamenty Mokotów Park II/III	4kw. 2011	3kw. 2013	22 272	300	74,2	19,3%	242	58	7 700	4 500	1 588	25%	15%
Bielany Residence	4kw. 2011	4kw. 2013	24 018	395	60,8	25,1%	296	99	7 000	3 800	858	33%	15%
Osiedle Zielona Italia	4kw. 2010	4kw. 2012 - 4kw. 2013	55 044	872	63,1	65,9%	297	575	5 300	3 100	748	28%	15%
Rezydencja Art. Eco	1kw. 2012	2kw. 2014	19 335	304	63,6	0,0%	304	0	7 300	5 000	1 295	17%	5-15%, (śr. 13%)
Hill Park Apartments I	3kw. 2011	3kw. 2013	9 356	52	179,9	0,0%	52	0	8 300	5 000	2 371	6%	5-10% (śr. 9%)
Hill Park Apartments II	1kw. 2015	1kw. 2017	8 018	59	135,9	-	59	-	8 700	5 000	2 371	3%	10%
Kłobucka I	2kw. 2013	2kw. 2015	21 202	420	50,5	-	420	-	6 500	3 500	1 084	28%	15%
Kłobucka II	1kw. 2014	1kw. 2016	21 202	420	50,5	-	420	-	6 500	3 500	1 084	28%	15%
Kłobucka III	2kw. 2015	2kw. 2017	21 202	420	50,5	-	420	-	6 500	3 500	1 084	27%	15%
Kłobucka IV	3kw. 2016	3kw. 2018	21 202	420	50,5	-	420	-	6 500	3 500	1 084	28%	15%

Marywilska I	1kw. 2013	4kw. 2014	9 945	170	58,5	-	170	-	5 200	3 000	527	34%	15%
Marywilska II	3kw. 2013	2kw. 2015	14 918	255	58,5	-	255	-	5 200	3 000	527	34%	15%
Marywilska III	4kw. 2014	3kw. 2016	14 918	255	58,5	-	255	-	5 200	3 000	527	33%	15%
Marywilska IV	2kw. 2016	1kw. 2018	14 918	255	58,5	-	255	-	5 200	3 000	527	33%	15%
A I*	1kw. 2014	4kw. 2015	8 250	150	55,0	-	150	-	7 477	4 500	1 500	24%	10%
A II*	1kw. 2015	4kw. 2016	8 250	150	55,0	-	150	-	7 477	4 500	1 500	24%	10%
A III*	1kw. 2016	4kw. 2017	5 500	100	55,0	-	100	-	7 477	4 500	1 500	24%	10%
B I*	1kw. 2015	4kw. 2016	6 875	125	55,0	-	125	-	5 358	3 100	1 200	24%	15%
B II*	1kw. 2016	4kw. 2017	6 875	125	55,0	-	125	-	5 358	3 100	1 200	24%	15%
C I*	3kw. 2016	2kw. 2018	6 875	125	55,0	-	125	-	5 981	3 600	1 200	24%	15%

**modelowe projekty przyjęte w celu utrzymania działalności w okresie prognozy*
Źródło: Marvipol, założenia i szacunki analityków Noble Securities

Powyższe założenia przekładają się na następujące zagregowane dane w latach 2012-2016:

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Liczba przekazanych mieszkań	224	905	687	831	884
Średnia oferta w okresie	977	1 348	1 319	1 274	1 377
Sprzedaż	464	755	829	764	875
W budowie	1 923	2 013	1 631	1 707	1 739
Średnia efektywność w okresie	11,8%	14,0%	15,7%	15,0%	15,9%

Poniżej przedstawiamy historyczne wyniki oraz oparte o powyższe założenia prognozy wyników finansowych w latach 2012-2014:

Segment deweloperski i najmu						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody od odbiorców zewnętrznych	252,3	81,1	82,3	93,2	417,5	328,5
Zmiana		*-67,8%*	*1,4%*	*13,2%*	*348,2%*	*-21,3%*
Zysk brutto na sprzedaży*	b.d.	25,6	25,9	28,1	109,4	78,8
marża brutto na sprzedaży	*b.d.*	*31,5%*	*31,4%*	*30,2%*	*26,2%*	*24,0%*
EBITDA	28,0	19,0	50,3	-1,0	71,4	39,3
EBIT	27,2	18,3	49,6	-1,8	70,6	38,5
marża EBIT	*10,8%*	*22,6%*	*60,3%*	*-1,9%*	*16,9%*	*11,7%*
Koszty finansowe**	b.d.	b.d.	b.d.	-11,5	-8,4	-4,7
Zysk brutto	b.d.	b.d.	b.d.	-13,3	62,2	33,8
Podatek dochodowy	b.d.	b.d.	b.d.	-2,5	11,8	6,4
Zysk netto	b.d.	b.d.	b.d.	-10,8	50,4	27,4
marża netto	*b.d.*	*b.d.*	*b.d.*	*-11,6%*	*12,1%*	*8,3%*

*Emitent wprost nie sprawozdaje powyższej pozycji, niemniej jednak na podstawie sprawozdania można przyporządkować zdecydowaną większość kosztów wytworzenia sprzedanych produktów i usług oraz wartość sprzedanych towarów do odpowiednich segmentów. Pozostała część kosztów została przyporządkowana do segmentów w oparciu o klucze rozliczeniowe przyjęte przez analityków Noble Securities
**Koszty finansowe przypisano do segmentów w oparciu o szacunki analityków Noble Securities

Segment sprzedaży samochodów i myjni

W 2009 r. segment samochodów zanotował 14% spadek sprzedaży r/r, który był efektem wahań kursowych (wysoki kurs funta i euro wobec złotego) zniechęcający klientów do zakupu oraz obaw o sytuację w przyszłości związanych z kryzysem na świecie. W 2010 r. nastąpiło wyraźne odbicie poziomu sprzedaży. 2011 r. przyniósł lekki spadek przychodów, a w 2012 r. ponownie obserwujemy wzrost sprzedaży. Średni, ważony poziom marży EBIT (w odniesieniu do przychodów zewnętrznych ze sprzedaży) segmentu samochodów w okresie 2007- IH2012 wyniósł 5,0%, a w samym okresie 2011-IH2012 5,8%. Obserwowana zmienność poziomu marży EBIT jest zawyżona ze względu na występujące przesunięcia w rozliczeniach z dealerami oraz producentami. Zdarzenia te dotyczą odpowiednio udzielonego dealerom wsparcia oraz jego kompensaty i bonusów sprzedażowych od producentów. W segmencie sprzedaży samochodów występuje umiarkowana sezonowość. Historycznie najwyższy poziom obrotów realizowany jest w IV kwartale (a najniższy w I). Ze względu na niewielką skalę segmentu myjni zdecydowaliśmy się zaprezentować prognozy łącznie z segmentem sprzedaży samochodów. Segment myjni historycznie odpowiada za niespełna 5% przychodów i niespełna 7% wyniku połączonego segmentu sprzedaży samochodów i myjni. Jednocześnie Robo Wash Sp. z o.o. charakteryzuje się stabilnymi przychodami zbliżonymi do 10 mln zł rocznie oraz wynikiem operacyjnym na poziomie ok. 1 mln zł. Wyjątek stanowił 2010 r., kiedy Spółka osiągnęła neutralny wynik operacyjny – co było spowodowane zdarzeniami jednorazowymi jak inwestycje w sprzęt oraz wyłączeniem jednej ze stacji w związku z remontem trasy. Dla segmentu myjni przyjęto prognozy dynamiki przychodów analogiczne do segmentu samochodowego i zaprezentowano razem. W oparciu o sprawozdania finansowe Spółki średni ważony poziom marży brutto na sprzedaży samochodów i części oraz usługach myjni w okresie 2009-IH 2012 wyniósł około 21,4% (*z analogicznym zastrzeżeniem jak w tabeli powyżej), a poziom marży EBIT wyniósł 6,6%.

Założenia:

- Poziom przychodów w całym 2012 r. zakładamy na poziomie 200% realizacji za IH2012 r., co jest ostrożne w obliczu sezonowego szczytu przychodów w IV kwartale.
- W oparciu o prognozę przychodów segmentu na 2012 r. prognoza CAGR wzrostu przychodów w latach 2007-2012 wynosi 9% rocznie, natomiast w oparciu o prognozę nominalnego poziomu PKB Polski na 2012 r. (1,62 bln zł) CAGR PKB 2007-2012 powinien osiągnąć wartość 6,6%. Oznacza to tempo średniorocznego przyrostu sprzedaży o ponad 2,3 p.p. wyższe niż tempo wzrostu nominalnego PKB. W oparciu o dane dla okresu 2007-2011 CAGR przychodów był równy CAGR nominalnego wzrostu PKB w tym okresie. W związku z tym prognozujemy dynamikę wzrostu przychodów segmentu na poziomie prognozy wzrostu nominalnego PKB na lata 2013-2014. W następnych latach założono stopniowy spadek do 4,1% w skali roku.
- Marżę brutto na sprzedaży segmentu samochodów i myjni w okresie prognozy przyjęto na stałym poziomie – 20,8%.
- Marżę EBIT na IIH 2012 r. prognozujemy na poziomie 6%. W kolejnych latach rośnie ona stopniowo do poziomu 6,2% jako efekt spadku udziału kosztów stałych.

Segment sprzedaży samochodów i myjni						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody od odbiorców zewnętrznych	154,4	247,9	236,7	277,4	292,2	308,8
Zmiana		*60,5%*	*-4,5%*	*17,2%*	*5,3%*	*5,7%*
Zysk brutto na sprzedaży*	36,2	48,9	51,1	59,3	60,7	64,1
marża brutto na sprzedaży	*23,4%*	*19,7%*	*21,6%*	*21,4%*	*20,8%*	*20,8%*
EBITDA	9,5	21,9	11,3	24,0	20,1	21,4
EBIT	7,7	19,8	9,1	21,7	17,7	19,0
marża EBIT	*5,0%*	*8,0%*	*3,8%*	*7,8%*	*6,1%*	*6,1%*
Koszty finansowe**	b.d.	b.d.	b.d.	-2,2	-1,7	-1,0
Zysk brutto	b.d.	b.d.	b.d.	19,6	16,1	18,0
Podatek dochodowy	b.d.	b.d.	b.d.	3,7	3,1	3,4
Zysk netto	b.d.	b.d.	b.d.	15,9	13,0	14,6
marża netto	*b.d.*	*b.d.*	*b.d.*	*5,7%*	*4,5%*	*4,7%*

*Emitent wprost nie sprawozdaje powyższej pozycji, niemniej jednak na podstawie sprawozdania można przyporządkować zdecydowaną większość kosztów wytworzenia sprzedanych produktów i usług oraz wartość sprzedanych towarów do odpowiednich segmentów. Pozostała część kosztów została przyporządkowana do segmentów w oparciu o klucze rozliczeniowe przyjęte przez analityków Noble Securities
**Koszty finansowe przypisano do segmentów w oparciu o szacunki analityków Noble Securities

GK Marvipol						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody od odbiorców zewnętrznych	406,8	329,0	319,0	370,6	709,7	637,3
Zmiana		*-19,1%*	*-3,1%*	*16,2%*	*91,5%*	*-10,2%*
Zysk brutto na sprzedaży*	b.d.	74,4	76,9	87,4	170,1	143,0
EBITDA	37,6	45,7	73,1	23,0	91,5	60,8
EBIT	35,1	42,8	70,1	19,9	88,4	57,5
marża EBIT	*8,6%*	*13,0%*	*22,0%*	*5,4%*	*12,5%*	*9,0%*
Koszty finansowe	-5,9	-6,9	-9,5	-13,6	-10,1	-5,7
Zysk brutto	29,2	36,0	60,6	6,3	78,3	51,8
Podatek dochodowy	4,7	6,4	11,6	1,2	14,9	9,8
Zysk netto	24,5	29,5	49,1	5,1	63,4	41,9
marża netto	*6,0%*	*9,0%*	*15,4%*	*1,4%*	*8,9%*	*6,6%*

*Emitent wprost nie sprawozdaje powyższej pozycji, niemniej jednak na podstawie sprawozdania można ją oszacować.

Wycena

Akcje nieme Spółki wyceniliśmy przy zastosowaniu metod: DCF oraz porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy wyższą wagę (60%) ze względu na dywidendowy charakter wycenianego instrumentu. Metodzie porównawczej przypisaliśmy 40% udział w wycenie.

W związki z różnicami w prawach jakie inkorporują akcje zwykłe i nieme różnie alokowaliśmy wartość Spółki pomiędzy nie. Mianowicie wartość bieżąca przepływów pieniężnych wynikających z uprzywilejowania została przypisana jedynie akcjom niemym. Wartość 1 akcji niemej została ustalona jako suma wartości 1 akcji zwykłej i bieżącej wartości premii dywidendowej przypisanej akcjom niemym.

W związku z faktem, że także po emisji Spółka będzie posiadała akcjonariusza większościowego, realnie sprawującego kontrolę nad Emitentem, uważamy, że brak prawa głosu nie powoduje konieczności przyjęcia dyskonta.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

mln zł	Udział	Wartość Spółki
Wycena metodą DCF	60%	433,4
Wycena metodą porównawczą	40%	329,4
Wycena kapitałów własnych Marvipol SA		391,8
Wartość bieżąca premii dywidendowej akcji niemych		37,2
Wartość kapitału przypadającego akcjom zwykłym i niemym pomniejszona o wartość bieżącą premii dywidendowej przypisanej akcjom niemym		354,6
Liczba akcji po emisji (mln szt.)		44,3
Wartość 1 akcji zwykłej (zł)		8,00
Wartość bieżąca uprzywilejowania na 1 akcję niemą (zł)		5,03
Wartość 1 akcji niemej		**13,03**

Wycena premii dywidendowej przypisanej akcjom niemym

Na podstawie informacji przedstawionych w części dot. konstrukcji akcji niemej uznaliśmy, że wypłata dywidend (w tym w formie prawa do wyrównania) jest prawdopodobna. Założyliśmy, że z punktu widzenia posiadaczy akcji zwykłych (decydujących o wypłacie) optymalne będzie podejmowanie uchwał o wypłacie dywidendy na akcję zwykłą w kwocie 62 gr na akcję rocznie. W przypadku mniejszej wypłaty, do pozostałych w Spółce środków prawo będą mieli również posiadacze akcji niemych. Z kolei większa wypłata powoduje konieczność przeznaczenia dwukrotności nadwyżki ponad 62 gr w formie zwiększenia dywidendy na akcję niemą. Inna niż 62 gr wypłata dywidendy na akcje zwykłą zwiększa wartość bieżącą premii dywidendowej przypisanej akcji niemej. W związku z zapisami statutowymi oraz warunkami istniejących obligacji (dywidenda za rok 2013 oraz 2014 nie będzie wyższa niż 30% skonsolidowanego zysku netto GK Marvipol) oczekujemy, iż nie dojdzie do wypłaty dywidendy na akcję zwykłą z zysku za lata 2013-2014. Potencjalna wypłata będzie zmniejszała wartość premii dywidendowej. Dyskontując dywidendy założyliśmy, że wypłata dywidend będzie następowała na koniec roku następującego po roku obrotowym, którego zysk został podzielony. Jako stopę dyskonta przyjęliśmy koszt kapitału własnego oszacowanego na potrzeby wyceny metodą DCF.

zł	Założona dywidenda na akcję wypłacana z zysku z danego roku obrotowego		
Rok obrotowy	**akcje nieme**	**akcje zwykłe**	**Premia dywidendowa**
2013 r.	1,60	0,00	1,60
2014 r.	1,60	0,00	1,60
2015 r.	1,60	0,62	0,98
2016 r.	1,60	0,62	0,98
2017 r.	1,60	0,62	0,98
2018 r.	1,60	0,62	0,98
2019 r.	1,60	0,62	0,98
Zdyskontowana wartość premii dywidendowej na 1 akcję niemą			5,03
Liczba akcji niemych			7 400 000
Łączna zdyskontowana wartość premii dywidendowej			37 211 878

Istnieje ryzyko, że dywidendy uprzywilejowane nie zostaną wypłacone w zakładanej wysokości i czasie. Opóźnienie w wypłacie będzie powodowało zmniejszenie wartości bieżącej premii dywidendowej. W przypadku braku wypłaty dywidend (w tym w formie prawa do wyrównania) na rzecz akcjonariuszy akcji niemych zostaną nieodpłatnie przeniesione akcje zwykłe Spółki (należące do jej głównego akcjonariusza). Do celu wyliczenia należnej liczby akcji ich wartość została przyjęta na stałym poziomie 12,30 zł. W zależności od sytuacji finansowej Spółki i warunków rynkowych cena ta może znacząco odbiegać od wartości rynkowej akcji zwykłej. Należy zwrócić także uwagę, że w sytuacji braku wypłaty dywidendy uprzywilejowanej nie będzie mogło dojść do wypłaty dywidendy dla akcji zwykłych. Stąd w odniesieniu do dywidend płatnych z zysków z lat 2015-2019 rekompensacie podlegała będzie wartość 1,60 zł na akcję, gdy zgodnie z naszymi założeniami „strata" równa będzie 98 gr na akcję. Przyjmując „stratę" wynikającą z braku wypłaty jako 98 gr, liczba akcji ją rekompensujących „teoretycznie" zostanie ustalona w oparciu o wartość akcji na poziomie 7,53 zł za akcję (12,3 x (0,98 / 1,6)). Należy też zwrócić uwagę, iż w takiej sytuacji wydanie akcji nastąpi później w stosunku do założonego terminu wypłaty, co obniży wartość bieżącą premii dywidendowej.

Wycena metodą DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek listopada 2012 roku.
- Przyjęto poziom długu netto z dnia 30.06.2012 r. i współmiernie uwzględniono wolne przepływy pieniężne począwszy od II półrocza 2012 r.
- Efektywna stopa podatkowa w wysokości 19%.
- Stopa wzrostu FCFF po okresie prognozy 2%.
- Parametr beta przyjęto na poziomie 1,1, ze względu na wysoki poziom dźwigni finansowej oraz segmenty, w których Grupa prowadzi działalność.
- Zakładamy, że Emitent pozyska z emisji akcji niemych 91 mln zł brutto (pełne uplasowanie oferty).

- Poziom wypłaty dywidend dla akcji niemych i akcji zwykłych przyjęto tak jak przedstawiono w tabeli powyżej.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 4,4% (rentowność 10-cio letnich obligacji skarbowych), premia za ryzyko w wysokości 6%.
- Zakładamy, że w długim terminie poziom długu netto nie spadnie poniżej 15% EV.
- Prognozy poszczególnych pozycji dla segmentu deweloperskiego w latach 2012-2016 są wynikiem realizacji projektów opisanych w części raportu opisującej prognozę wyników finansowych; prognozę dla lata 2017-2018 oparto o prognozę szczegółową z roku 2016: założyliśmy 3% roczny wzrost przychodów, 26% marżę brutto na sprzedaży oraz 3,5% roczny wzrost SG&A.
- W stosunku do prognozy rachunku wyników koszty wytworzenia sprzedanych mieszkań zostały skorygowane o wartość aktywowanych kosztów finansowych, w konsekwencji prezentowana marża brutto na sprzedaży jest wyższa niż w prognozie rachunku wyników. Korekta spowodowana jest faktem, iż w FCFF prognozujemy przepływy dla wszystkich dawców kapitału.
- Założono sprzedaż biurowca Prosta Tower w 2015 r. , którą ujęto w nakładach inwestycyjnych z ujemnym znakiem.
- Nakłady inwestycyjne i poziom amortyzacji założono na poziomie zbliżonym do aktualnych. Przypisaliśmy wagę 25% segmentowi deweloperskiemu i najmu oraz 75% - segmentowi samochodowemu i myjni. Amortyzacja i nakłady inwestycyjne w branży deweloperskiej ze względu na specyfikę działalności przyjmują relatywnie niewielkie wartości.
- Założenia odnośnie wzrostu przychodów i poziomu marż brutto na sprzedaży oraz EBIT segmentu sprzedaży samochodów i myjni przedstawiono w części raportu dotyczącej prognozy wyników finansowych.
- Przyjęto, że kapitał obrotowy segmentu samochodów i myjni odpowiada za ok. 25% przychodów tego segmentu. Zapasy samochodów na 30.06.2012 to ok. 78 mln zł. W Grupie występuje nadwyżka zobowiązań handlowych nad należnościami. W segmencie założono proporcjonalny wzrost kapitału obrotowego do tempa wzrostu przychodów.
- Saldo kapitału obrotowego segmentu deweloperskiego i najmu determinowane jest główne przez zmianę zapasów i przychodów przyszłych okresów (zaliczki na lokale). W latach 2012-2016 wynika ono ze szczegółowych prognoz realizacji poszczególnych inwestycji, w latach 2017-2018 założono stały poziom kapitału obrotowego wobec 2016 r. Założyliśmy następujące wydatki na zakup gruntów pod projekty deweloperskie: 2013 – 70 mln zł (w tym działka przy ul. Marywilskiej), 2014 – 33 mln, 2015 – 52,8 mln, 2016 – 59,4 mln.
- Za aktywa pozaoperacyjne uznano przede wszystkim nieruchomości w Mikołajkach.

Poniżej prezentujemy prognozę FCFF dla segmentów oraz wycenę metodą DCF kapitałów własnych Marvipol S.A.:

Segment deweloperski i najmu							
mln zł	2H 2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	70,8	417,5	328,5	321,4	330,7	340,6	350,9
zmiana		*334,9%*	*-21,3%*	*-2,1%*	*2,9%*	*3,0%*	*3,0%*
Zysk brutto na sprzedaży	22,5	129,5	95,2	103,0	102,6	88,6	91,2
EBITDA	5,1	91,6	55,6	63,8	61,6	46,1	47,3
EBIT	4,7	90,8	54,8	62,9	60,7	45,2	46,3
NOPLAT	3,8	73,5	44,4	50,9	49,2	36,6	37,5
Amortyzacja	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Nakłady Inwestycyjne	0,6	1,3	1,4	-76,2	1,5	1,6	1,7
Kapitał Obrotowy	0,6	-24,1	62,8	4,8	-7,1	0,0	0,0
FCFF	4,2	48,9	106,6	132,8	41,5	36,0	36,8

Segment sprzedaży samochodów i myjni							
mln zł	2H 2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	138,7	292,2	308,8	325,2	341,1	356,5	371,1
zmiana		*5,3%*	*5,7%*	*5,3%*	*4,9%*	*4,5%*	*4,1%*
Zysk brutto na sprzedaży	28,8	60,7	64,1	67,5	70,9	74,0	77,1
EBITDA	9,5	20,1	21,4	22,8	23,9	25,0	26,1
EBIT	8,3	17,7	19,0	20,2	21,2	22,1	23,0
NOPLAT	6,7	14,4	15,4	16,4	17,2	17,9	18,7
Amortyzacja	1,1	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0
Nakłady Inwestycyjne	1,9	3,9	4,1	4,3	4,6	4,8	5,0
Kapitał Obrotowy	0,0	-3,5	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,5
FCFF	6,0	9,3	9,7	10,7	11,5	12,3	13,1

GK Marvipol								
mln zł	2H 2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	>2018P
Przychody	209,5	709,7	637,3	646,6	671,8	697,1	721,9	
zmiana		*88,7%*	*-10,2%*	*1,5%*	*3,9%*	*3,8%*	*3,6%*	
Zysk brutto na sprzedaży	51,3	190,2	159,3	170,6	173,5	162,6	168,3	
EBITDA	14,6	111,7	77,1	86,6	85,5	71,1	73,4	
EBIT	13,1	108,5	73,8	83,1	81,9	67,3	69,4	
NOPLAT	10,6	87,9	59,8	67,3	66,3	54,5	56,2	
Amortyzacja	1,5	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	4,0	
Nakłady Inwestycyjne	2,5	5,3	5,5	-71,9	6,1	6,4	6,7	
Kapitał Obrotowy	0,6	-27,6	58,8	0,9	-10,9	-3,7	-3,5	
FCFF	10,2	58,2	116,3	143,5	53,0	48,3	50,0	51,0
Stopa wolna od ryzyka	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu z uwzględnieniem tarczy podatkowej	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Dług netto/EV	39,9%	36,3%	26,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
WACC	9,5%	9,5%	9,9%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55	
Wartość bieżąca FCFF	10,1	52,3	95,2	106,4	35,6	29,4	27,6	

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	356,5
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna	610,7
Zdyskontowana wartość rezydualna	337,0
Wartość firmy (EV)	693,5
Dług netto	361,4
Aktywa pozaoperacyjne	14,8
Wpływy netto z emisji	86,5
Wartość kapitałów własnych	433,4

Analiza wrażliwości

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny kapitałów własnych Marvipol S.A. w zależności od zmian poziomu WACC w całym okresie oraz rezydualnej stopy wzrostu:

Analiza wrażliwości wyceny kapitałów własnych					
	Rezydualna stopa wzrostu				
mln zł	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	418,5	459,4	511,4	579,8	673,8
WACC - 0,5%	389,4	425,1	470,0	528,0	605,8
WACC	362,9	394,4	433,4	483,0	548,3
WACC + 0,5%	338,8	366,6	400,8	443,6	498,9
WACC + 1,0%	316,7	341,4	371,5	408,7	456,0

Wycena metodą porównawczą

W związku z niejednorodną działalnością Spółki wycena porównawcza została sporządzona odrębnie dla działalności deweloperskiej (segment deweloperski oraz segment najmu) oraz działalności samochodowej (sprzedaż samochodów i myjnie). Dla działalności deweloperskiej grupę porównawczą stanowią spółki deweloperskie notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych. W przypadku działalności samochodowej na krajowym rynku brak jest spółek o zbliżonym profilu i w związku z tym do wyceny porównawczej tego segmentu zostały wybrane spółki zagraniczne (głównie europejskie i amerykańskie) o najbardziej zbliżonym profilu prowadzonej działalności. Do wyceny porównawczej działalności samochodowej zastosowane zostało dyskonto 10%, uwzględniające relatywnie małą skalę działalności w odniesieniu do grupy porównawczej oraz mniejszą dojrzałość polskiego rynku.

Wycena porównawcza została sporządzona na podstawie wskaźników EV/EBITDA i P/E na podstawie prognoz na lata 2012-2014 oraz prognozy wskaźnika P/BV na 2012 r. Wskaźniki te uznaliśmy za najlepiej odpowiadające charakterystyce działalności Spółki i w konsekwencji najlepiej odzwierciedlające jej wartość. Każdemu wskaźnikowi została przypisana waga 1/3, przy czym w przypadku wskaźników EV/EBITDA oraz P/E wynik za rok 2012, który jest już w pewnej części wynikiem historycznym, otrzymał wagę 20%, a lata 2013 i 2014 po 40%.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena kapitałów własnych Marvipol SA (mln zł)	
Segment deweloperski i najmu	224,0
Segment sprzedaży samochodów i myjni	105,4
Razem	**329,4**

W tabelach poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny porównawczej dla poszczególnych segmentów:

Segment deweloperski i najmu	KURS 05.11.2012	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P	EV/EBITDA 2014P	P/E 2012P	P/E 2013P	P/E 2014P	P/BV 2012P
Dom Development	29,50	6,70	9,94	11,83	8,93	6,27	6,12	0,82
JW Construction	3,85	12,34	14,04	12,88	10,84	11,13	9,09	0,41
Polnord	12,45	7,80	10,10	10,34	4,17	5,59	2,28	0,22
Robyg	1,40	7,41	6,30	9,10	14,14	14,16	16,82	0,88
Ronson	0,77	8,34	10,09	15,30	6,13	7,26	8,42	0,46
Mediana		**7,80**	**10,09**	**11,83**	**8,93**	**7,26**	**8,42**	**0,46**
EV Marvipol		-	720 485	465 302	-	365 685	230 630	109 937
Dług netto (mln zł)		-	224 194	136 058	-	-	-	-
Implikowana wartość kapitału własnego (mln zł)		-	496 291	329 244	-	365 685	230 630	109 937
Waga wskaźnika		1/15	2/15	2/15	1/15	2/15	2/15	5/15
Wartość segmentu deweloperskiego	223 964							

Segment sprzedaży samochodów i myjni	KURS 05.11.2012	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P	EV/EBITDA 2014P	P/E 2012P	P/E 2013P	P/E 2014P	P/BV 2012P
Inchcape (UK)	4,02	5,53	6,48	4,46	10,41	9,49	8,65	1,30
D'ieteren (Belgium)	37,90	6,59	5,64	4,92	10,62	9,89	8,98	1,24
Penske Automotive Group (USA)	28,47	7,76	7,00	6,37	13,15	12,01	11,68	1,93
Baoxin Auto Group (Hong Kong)	6,07	-	-	-	13,33	10,95	7,99	3,63
Group 1 Automotive (USA)	63,70	7,24	6,39	5,68	13,41	12,07	12,60	1,58
Autonation (USA)	43,50	9,68	9,61	6,88	16,85	16,01	14,99	3,11
Asbury Automotive (USA)	31,27	6,86	6,28	-	12,61	11,64	-	2,44
Sonic Automotive (USA)	19,82	5,61	5,00	4,42	10,68	9,39	8,78	1,67
Mediana		**6,86**	**6,39**	**5,30**	**12,88**	**11,30**	**8,98**	**1,80**
EV Marvipol		164 778	128 379	113 652	204 270	147 072	130 702	86 163
Dług netto (mln zł)		24 006	14 756	14 756	-	-	-	-
Implikowana wartość kapitału własnego (mln zł)		140 772	113 624	98 896	204 270	147 072	130 702	86 163
Waga wskaźnika		1/15	2/15	2/15	1/15	2/15	2/15	5/15
Dyskonto	10%							
Wartość segmentu sprzedaży samochodów	105 387							

Prognoza

RZiS GK Marvipol						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody od odbiorców zewnętrznych	406,8	329,0	319,0	370,6	709,7	637,3
zmiana		*-19,1%*	*-3,1%*	*16,2%*	*91,5%*	*-10,2%*
Zysk brutto na sprzedaży*	b.d.	74,4	76,9	87,4	170,1	143,0
EBITDA	37,6	45,7	73,1	23,0	91,5	60,8
EBIT	35,1	42,8	70,1	19,9	88,4	57,5
marża EBIT	*8,6%*	*13,0%*	*22,0%*	*5,4%*	*12,5%*	*9,0%*
Koszty finansowe	-5,9	-6,9	-9,5	-13,6	-10,1	-5,7
Zysk brutto	29,2	36,0	60,6	6,3	78,3	51,8
Podatek dochodowy	4,7	6,4	11,6	1,2	14,9	9,8
Zysk netto	24,5	29,5	49,1	5,1	63,4	41,9
marża netto	*6,0%*	*9,0%*	*15,4%*	*1,4%*	*8,9%*	*6,6%*
ROE	30,9%	26,9%	33,3%	2,7%	21,8%	11,8%
ROA	5,1%	8,2%	10,5%	0,7%	6,6%	4,5%

Bilans GK Marvipol						
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	**358,2**	**466,6**	**680,9**	**959,5**	**932,0**	**886,5**
Aktywa trwałe	**52,2**	**120,9**	**165,0**	**175,0**	**175,0**	**175,0**
Rzeczowe aktywa trwałe	34,3	33,3	36,7	46,9	46,9	46,9
Wartości niematerialne	0,9	0,9	0,8	1,2	1,2	1,2
Przedpłata z tytułu wieczystego użytkowania	2,7	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Nieruchomości inwestycyjne	10,0	78,8	113,3	95,9	95,9	95,9
Aktywo z tytułu zwrotu kosztów napraw gwarancyjnych	1,7	2,2	2,5	3,0	3,0	3,0
Pozostałe należności długoterminowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,2	14,7	14,7	14,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2,4	2,0	7,8	9,8	9,8	9,8
Aktywa obrotowe	**306,0**	**345,7**	**515,9**	**784,5**	**757,0**	**711,5**
Zapasy	251,7	261,7	460,8	640,8	685,5	638,1
Inwestycje krótkoterminowe	2,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu podatku dochodowego	4,3	1,7	1,3	1,1	1,1	1,1
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	27,7	49,9	35,5	42,9	44,5	46,4
Aktywo z tytułu zwrotu kosztów napraw gwarancyjnych	2,6	3,0	3,2	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	17,2	27,6	15,1	93,9	20,0	20,0
mln zł	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
PASYWA	**358,2**	**466,6**	**680,9**	**959,5**	**932,0**	**886,5**
Kapitał własny	**109,9**	**147,1**	**190,3**	**290,7**	**354,2**	**384,3**
Zobowiązania długoterminowe	**42,2**	**118,5**	**340,0**	**338,0**	**256,2**	**168,1**
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych, pożyczek i obligacji	30,2	105,5	312,1	308,3	226,5	138,4
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,0	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3
Pozostałe zobowiązania	2,0	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	8,3	7,5	22,1	23,7	23,7	23,7
Rezerwy	1,7	2,2	2,5	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**206,2**	**200,9**	**150,6**	**330,8**	**321,6**	**334,2**
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych, pożyczek i obligacji	57,8	48,1	15,1	60,8	30,0	30,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,3	0,9	1,6	1,2	1,2	1,2
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	3,8	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	109,6	94,2	75,5	93,9	96,1	98,5
Przychody przyszłych okresów	29,5	52,6	53,4	167,7	187,1	197,3
Rezerwy	5,1	4,4	4,5	7,0	7,0	7,0
Dług	88,3	156,1	330,3	371,6	258,9	170,8
Dług netto	71,1	128,5	315,2	277,7	238,9	150,8
Dług netto/Kapitał własny	64,7%	87,3%	165,6%	95,5%	67,5%	39,2%
(Zobowiązania ogółem - Przychody przyszłych okresów)/Kapitał własny	199,2%	181,4%	229,8%	172,4%	110,3%	79,4%

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
NOPLAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
MC/S – stosunek kapitalizacji spółki do przychodów spółki
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
CAGR – jest to średni wskaźnik rocznego wzrostu w badanym okresie, przy założeniu, że roczne wzrosty są dodawane do wartości bazy następnego okresu.
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem", wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy autorów Raportu, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Raportu były wszelkie publicznie dostępne informacje znane jego autorom na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Datą sporządzenia Raportu jest dzień udostępnienia do publicznej wiadomości zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu emisyjnego papierów wartościowych Emitenta, których dotyczy Raport. Dane do wyceny papierów wartościowych Emitenta, o których mowa w Raporcie, zostały przyjęte na dzień 5 listopada 2012 r.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez autorów rekomendacji, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

Noble Securities S.A. ani autorzy Raportu nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport ma charakter jednorazowy i ani Noble Securities S.A. ani autorzy Raportu nie planują jego aktualizacji, przy czym jest możliwe, że Raport zostanie zaktualizowany w przypadku, gdy Noble Securities S.A. zamieści w treści Raportu wzmiankę co do planowanej częstotliwości dokonywanych aktualizacji Raportu – w takim przypadku raporty analityczne są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy, chyba że wcześniej Noble Securities S.A. podejmie decyzję o zaniechaniu sporządzania raportów analitycznych dotyczących danego emitenta lub danego instrumentu finansowego.

Z uwagi na okoliczność, iż akcje nieme Emitenta, których dotyczy Raport, nie są jeszcze notowane na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., w dacie sporządzenia Raportu nie jest w ocenie autorów Raportu możliwe wskazanie zalecenia podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do tych instrumentów finansowych. Spotykane w tego typu opracowaniach przekazywanych przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez autorów stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od –10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od –20,00% do –10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY ZASTOSOWANYCH W RAPORCIE ANALITYCZNYM

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Autorzy Raportu nie są stroną jakiejkolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymują wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące autorom Raportu z tytułu jego sporządzenia od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości autorom Raportu od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach

transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- autorzy Raportu nie posiadają papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- w okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Raportu Noble Securities S.A. nie wykonywał czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, za wyjątkiem pełnienia funkcji wyłącznego koordynatora oferty oraz oferującego w związku z planowaną przez Emitenta ofertą publiczną nie mniej niż 5 i nie więcej niż 7.400.000 akcji niemych Emitenta na okaziciela serii I o wartości nominalnej 0,20 zł każda, a także zamiarem ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu na rynku regulowanym organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie powyższych akcji oraz od 5 do 7.400.000 praw do powyższych akcji Emitenta, na podstawie umowy zawartej pomiędzy Noble Securities S.A. a Emitentem z dnia 23 lipca 2012 r.,
- Noble Securities S.A. w odniesieniu do instrumentów finansowych Emitenta wykonuje czynności polegające na nabywaniu i zbywaniu instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe,
- ani autorzy Raportu ani osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.) nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- Noble Securities S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta notowanych na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz animatora rynku dla obligacji wyemitowanych przez Emitenta i notowanych w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst,
- ani autorzy Raportu ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Raportu,
- Noble Securities S.A. jest stroną następujących umów zawartych z Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, które to umowy obowiązywały w okresie 12 miesięcy przed sporządzeniem Raportu lub w tym okresie zostało z tych umów wypłacone wynagrodzenie bądź została złożona obietnica zapłaty wynagrodzenia: umowa z dnia 11 marca 2011 r., na podstawie której Noble Securities S.A. pełni funkcję animatora rynku dla obligacji Emitenta notowanych w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst, umowa współpracy w zakresie wykonywania czynności maklerskich z dnia 12 maja 2011 r., na podstawie której Noble Securities S.A. współpracuje z Emitentem w zakresie realizacji programu skupu akcji Emitenta notowanych na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, umowa o wykonywanie czynności animatora emitenta z dnia 05 czerwca 2012 r., na podstawie której Noble Securities S.A. wykonuje czynności animatora emitenta dla akcji Emitenta notowanych na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, umowa o świadczenie usług związanych z obsługą procesu zamiany obligacji zamiennych na akcje z dnia 05 czerwca 2012 r., umowa o oferowanie papierów wartościowych z dnia 23 lipca 2012 r.,
- ani Noble Securities S.A. ani podmioty z nią powiązane nie pełniły w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie Raportu funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta, za wyjątkiem pełnienia przez Noble Securities S.A. funkcji wyłącznego koordynatora oferty oraz oferującego w związku z planowaną przez Emitenta ofertą publiczną nie mniej niż 5 i nie więcej niż 7.400.000 akcji niemych Emitenta na okaziciela serii I o wartości nominalnej 0,20 zł każda, a także zamiarem ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu na rynku regulowanym organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie powyższych akcji oraz od 5 do 7.400.000 praw do powyższych akcji Emitenta, na podstawie umowy zawartej pomiędzy Noble Securities S.A. a Emitentem z dnia 23 lipca 2012 r.
- Noble Securities S.A. w okresie wcześniejszym niż 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie Raportu pełnił funkcję oferującego obligacje Emitenta serii D, F, G, H, I, wyemitowanych w trybie oferty publicznej.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Raporcie.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz autorów Raportu, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanymi z Noble Securities S.A. oraz autorami Raportu **nie występują inne niż wskazane w treści Raportu lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Raportu powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Raportu**.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Raport jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715).

Rekomendujący zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez autorów Raportu za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani autorzy Raportu nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani autorzy Raportu nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Raportu, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Raportu i informacji w nim zawartych. **Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy**.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,

- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta.

Raport:

- jest adresowany do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., maklerów papierów wartościowych zatrudnionych w Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- od dnia przekazania do publicznej wiadomości zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu emisyjnego dotyczącego papierów wartościowych, o których mowa w Raporcie, będzie mógł być udostępniany nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze indywidualnych spotkań oraz poprzez umieszczenie go na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Raportu w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej oraz tych państw, w których będzie prowadzona akcja promocyjna instrumentów finansowych, których dotyczy Raport, z tym zastrzeżeniem, że Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanego Raportu została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Raportu i po tej weryfikacji odpowiednio zmieniona. W pozostałym zakresie Raport nie został ujawniony Emitentowi.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wyeliminowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez autorów Raportu czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowanie w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Nadzór nad Noble Securities S.A. w zakresie prowadzonej działalności maklerskiej sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.