

Marvipol

2 w cenie 1

Publikując wyniki 2Q14 spółka przedstawiła jednostkowe sprawozdania segmentu dystrybucji samochodów. Pozwala nam to zaproponować podejście do wyceny SOTP. Z naszych szacunków wynika, że sama wartość M Automotive jest wyższa niż obecna kapitalizacja grupy Marvipol.

Strategia grupy Marvipol: Zgodnie ze strategią spółki planuje ona w najbliższych kwartałach wydzielenie biznesu samochodowego. Po wydzieleniu obecni akcjonariusze do każdej akcji spółki deweloperskiej otrzymają jedną akcję dystrybutora samochodów. Przy okazji wydzielenia spółka dystrybutor nie wyklucza możliwości emisji nowych akcji celem wsparcia nakładów inwestycyjnych biznesu samochodowego. Uważamy, że do tej pory wydzielenie nie było możliwe. Z jednej strony M Automotive potrzebowało wsparcia grupy Marvipol aby utrzymywać niezbędne dla prowadzenia biznesu limity na rachunku bieżącym. Z drugiej strony wolne przepływy pieniężne segmentu dystrybucji samochodów wsparły dewelopera w okresie kryzysowym. Obecnie deweloper zakończył cykl inwestycyjny i zmierza do szybkiego oddłużenia bilansu poprzez sprzedaż zapasów. Z drugiej strony skala działalności dystrybucyjna osiągnęła skalę pozwalającą samodzielnie kontynuować biznes.

Szacunkowa wycena: W naszej ocenie niska wycena rynkowa spółki jest przede wszystkim efektem niedoszacowania wyceny segmentu deweloperskiego (wciąż jeszcze wysokie raportowane zadłużenie, negatywny sentyment do spółki po okresie kryzysowym). Z drugiej strony na wycenie segmentu dystrybucyjnego ciążyć może niepewność inwestorów co do przedłużenia umowy z Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) po 2016. Uważamy, że przedłużenie umowy nie stanowi ryzyka, a deweloper dzięki znacznej wartości zapasom oddłuży się niemal całkowicie w perspektywie do końca 2015 roku.

Nasza wycena SOTP wskazuje na wartość grupy Marvipol ok. 580mln PLN (obecna kapitalizacja spółki to ok. 290mln PLN). Wartość spółki M Automotive szacujemy na ok. 363mln PLN (13x P/E 2014E). Do wyceny M Automotive stosujemy DCF do 2021 roku oraz docelowo zakładamy sprzedaż spółki dystrybucyjnej do producenta samochodów Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) przy docelowym wskaźniku 10x P/E (20% dyskonta do grupy porównawczej). Ponieważ w naszej ocenie deweloper spłaci większość zadłużenia w perspektywie 2015, posiada zdolność do generowania dodatnich przepływów pieniężnych oraz bank ziemi z planem zabudowy jego wartość nie powinna być niższa niż 1,0x P/BV (217mln PLN, wartość likwidacyjna).

Podsumowanie składników wyceny SOTP:

Podsumowanie wyceny SOTP	Deweloper	M Automotive
Kapitał własny 1H14A	217	
1,0x P/BV	217	
PV FCF 2012-2021		161
Wartość transakcyjna 2021 (10x P/E)		183
Gotówka		18
Wartość biznesu	217	363
SUMA	580	

Źródło: Trigon

mIn PLN	2011	2012	2013	1H14	2014P	2015P
Przychody	376	378	506	334	b.d.	b.d.
EBITDA	73	40	40	46	b.d.	b.d.
EBIT	70	36	37	44	b.d.	b.d.
Zysk netto	49	18	14	29	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	1,33	0,48	0,33	-	-	-
P/E (x)	5,2	14,3	21,0	-	-	-
EV/EBITDA (x)	7,7	16,4	15,0	-	-	-
P/BV (x)	1,3	1,2	1,2	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-

Źródło: dane spółki, Trigon DM

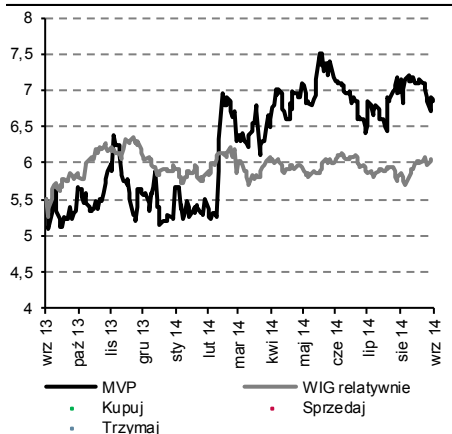
Bez rekomendacji

Cena bieżąca: 6,86PLN

DANE SPÓŁKI

Ticker	MVP
Sektor	Deweloperzy
Kurs (PLN)	6,86
52 tyg. min/max (PLN)	4,9 / 7,65
Liczba akcji (mln szt.)	41,6
Kapitalizacja (mln PLN)	286
Free-float	21,5%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,07
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-1,6% -3,4% 24,9%

KURS NA TLE WIG



OPIS SPÓŁKI

Marvipol to jeden z największych warszawskich deweloperów. Oferuje kompleksową usługę począwszy od pozyskania gruntów, aż do przekazania gotowych lokali klientom i następnie zarządzania obiektami. Spółka Marvipol posiada również umowę z Jaguar-Land Rover (JLR) na wyłączną dystrybucję samochodów tej marki w Polsce.

AKCJONARIAT

	Udział %
Książek Holding Sp. z o.o.	50,0%
Mariusz Książek	21,4%
Pionier Peak IM	6,9%

WAŻNE DATY

Raport kwartalny 3Q'14	2014-11-14
------------------------	------------

ANALITYK

Krzysztof Kubiszewski
+48 (22) 4338-321
krzysztof.kubiszewski@trigon.pl

Deweloper: Uwolnienie gotówki po zakończonym cyklu inwestycyjnym

Po 1H14 zadłużenie biznesu deweloperskiego (włączając budynek Prosta Tower) wynosi ok. 1,2x DN/kapitał własny. Zwracamy jednak uwagę, że spółka jest obecnie przed okresem spieniężenia znacznej wartości projektów deweloperskich oraz sprzedaży budynku Prosta Tower. Wg naszych szacunków gotówka uwolniona w 2H14 oraz 2015 pozwoli spółce okresowo zmniejszyć zadłużenie w okolice 0,3x DN/kapitał własny na koniec 2015. Od tego momentu spółka rozpocznie nowy cykl inwestycyjny i będzie w pełni kontrolować swój poziom zadłużenia w zależności od ilości nowo rozpoczętych projektów. Strategia zakłada przekazanie średnio 650 mieszkań w latach 2015 i 2016 oraz 850 w 2017 roku. Zakładamy że w wyniku zakupu i zabudowy nowych gruntów oraz posiadanych obecnie przy ulicy Kłobudzkiej (110 tys. m² PUM) poziom zadłużenia wzrosnąć może okresowo do maksymalnie 1,0 DN/kapitał w 2017 roku (kumulacja nakładów inwestycyjnych na nowe projekty tak aby osiągnąć docelową roczną sprzedaż mieszkań). Przy naszych założeniach spółka osiągnęłaby sprzedaż 950 mieszkań w 2018 roku. Zakładamy, że w najbliższym czasie spółka dokonać powinna zakupu działek o łącznym potencjale zabudowy przynajmniej 50 tys. m² PUM (koszt ok. 50-60mln PLN). Nowe grunty pozwolą na utrzymanie wysokich poziomów przekazań w latach 2016-2017 oraz efektywne zagospodarowanie kapitału uwolnionego z projektów ART.ECO oraz Zielona Italia.

Podsumowanie zdolności bilansowych dewelopera:

1. Baza gotowych mieszkań po 1H14 wynosi 932 sztuki a ich wartość rynkowa to ok. 450mln PLN (możliwość uwolnienia ok. 295mln PLN gotówki po wyłączeniu 155mln PLN zaksięgowanych przedpłat). Spośród 932 mieszkań gotowych, 501 (54%) o wartości ok. 200 mln PLN jest sprzedane na koniec 1H14.
2. Szacujemy, że w okresie 2H14 i 2015 roku przekazane zostanie ok. 820 mieszkań (356 w 2H14 oraz 460 w 2015) o wartości 376mln PLN (ok. 223mln PLN uwolnionej gotówki po wyłączeniu zaksięgowanych przedpłat). Zakładając, że spółka zdoła przekazać wszystkie sprzedane mieszkania w 2H14 mogła by ona upłynnić ponad 500 lokali. Dług netto wynosi obecnie 270mln PLN.
3. Spółka planuje sprzedaż budynku Prosta Tower (BV 100mln PLN, yield 6,5%, LTV ok. 30%), co daje potencjał uwolnienia ok. 70mln PLN gotówki.

Nasze założenia na 2H14P:

1. Zakładamy przekazanie 356 mieszkań w 2H14 i uwolnienie 56mln gotówki dyspozycyjnej (wartość rynkowa 151mln PLN, przedpłaty 95mln PLN).
2. Po dacie bilansowej spółka wyemitowała 26mln PLN obligacji trzyletnich
3. We wrześniu zapada 31mln PLN obligacji serii D
4. Spółka pozyskała kredyt inwestycyjny (ok. 30mln PLN) na budowę etapu 1B przy ul. Kłobuckiej, którego nie uznajemy za gotówkę dyspozycyjną ponieważ będzie wykorzystywany tylko na koszty budowy.
5. Koszty okresu szacujemy na 14mln PLN (SG&A + koszty finansowe).

Zmiany dyspozycyjnej pozycji gotówkowej 2H14P

Gotówka do dyspozycji	2H14P	Komentarz
Gotówka 1H14	37	
SG&A	-6	
Koszty finansowe	-8	
Gotówka z przekazania mieszkań	56	Bez części przedpłaconej
Emisja obligacji	26	
Wykup obligacji	-31	
Koszty budowy	0	+20% konstrukcji
Kredyt inwestycyjny (Kłobucka)	30	Nie stanowi wolnej gotówki
Przedpłaty		
Gotówka dyspozycyjna dewelopera	74	

Źródło: Dane spółki, Trigon

Zakładamy, że przy 30mln PLN kredytu inwestycyjnego spółka nie będzie musiała angażować dodatkowej wolnej gotówki w budowę Central Park Ursynów. Zakładamy, że dalsze koszty budowy etapu 1B projektu Central Park Ursynów (Kłobucka) pokrywane będą w całości z przedpłat klientów.

Nasze założenia na 2015 rok:

1. Sprzedaż budynku Prosta Tower (100mln PLN, 6,5% Yield, 30% LTV) – uwolnienie 70mln PLN gotówki
2. Zakładamy przekazanie 460 mieszkań i uwolnienie 178mln PLN gotówki dyspozycyjnej (wartość rynkowa 236mln PLN, przedpłaty 59mln PLN).
3. Zakładamy zakup ziemi inwestycyjnej o wartości 50mln PLN
4. Zapadalność 39mln PLN obligacji serii I
5. Spłata 84mln PLN wymagalnych kredytów bankowych
6. Koszty budowy projektu Central Park Ursynów pokrywane są z bieżących przedpłat
7. Koszty okresu szacujemy na 26mln PLN (SG&A + koszty finansowe).

Zmiany dyspozycyjnej pozycji gotówkowej 2015P

Gotówka do dyspozycji	2015P	Komentarz
Gotówka 2014P	74	
SG&A	-12	
Koszty finansowe	-14	
Gotówka z przekazania mieszkań	167	Bez części przedpłaconej
Sprzedaż Prosta Tower	100	
Zakup ziemi inwestycyjnej	-50	
Spłata kredytów	-84	
Spłata Prosta Tower	-32	
Wykup obligacji	-39	
Koszty budowy	0	50%->100% konstrukcji 1A
Kredyt inwestycyjny	0	0%->50% konstrukcji 1B
Przedpłaty	0	100% pokrycie przedpłat
Gotówka dyspozycyjna dewelopera	111	

Źródło: Dane spółki, Trigon

Zmiany długu i dyspozycyjnej pozycji gotówkowej 2H14-2015P

Dług brutto	1H14A	2H14P	2015P
Saldo kredytów	154	184	69
Inwestycyjny Kłobucka		30	
Spląty planowe			-84
Splata Prosta Tower			-32
Obligacje	152	147	108
Wykup serii D		-31	
Emisja obligacji		26	
Wykup serii I			-39
SUMA długu	306	331	177
Źródła gotówki		82	267
Koszty, inwestycje, spląty		-45	-231
Zmiana gotówki netto		37	36
Gotówka dyspozycyjna	37	74	111
Dług netto	269	257	66
Kapitał własny 1H14A	217	217	217
DN/kapitał własny*	1,2x	1,2x	0,3x

* Przy obecnym poziomie kapitałów własnych

Źródło: Trigon

Gotówka możliwa do uwolnienia w wyniku sprzedaży bazy mieszkań

Baza mieszkań	Oddanie	Sztuki	Sprzed.	Niesprzed.	Metraż	Cena/M2	Marża*	Przekazania 2H14P		Przekazania 2015P		Przekazania >2015P	
								Ilość	Wartość	Ilość	Wartość	Ilość	Wartość
Apartam. Mokotów	2Q14	99	24	75	69	8 357	20%	34	20	40	23	25	15
Hill Park Apartments	2Q14	50	4	46	179	8 800	6%	9	14	25	39	16	25
Zielona Italia	2Q14	401	310	91	61	5 383	29%	210	69	160	52	31	10
Bielany Residence	2Q14	68	13	55	61	7 478	29%	33	15	35	16	0	0
ART. ECO	2Q14	314	150	164	63	7 500	20%	70	33	200	95	44	21
Central Park Ursynów	4Q15	471	225	246	59	6 000	27%	0	0	0	0	471	166
		1403	726	677				356	151	460	226	587	237
Wart. Przedpłat									95		59		11
Wolne przepływy									56		167		226
SUMA											449		

Źródło: Trigon

Propozycja wyceny segmentu deweloperskiego

Stawiamy tezę, że wycena spółki deweloperskiej o bezpiecznej strukturze zadłużenia, zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych w kolejnych latach oraz planowanym do wykorzystania banku ziemi powinna być nie niższa niż 1,0x P/BV (wartość likwidacyjna). Z drugiej strony nie oczekujemy aby inwestorzy skłonni byli przypisywać spółce wycenę wyższą niż w przypadku Robygu (obecnie 1,3x P/BV). Podejście takie implikowałoby wycenę segmentu deweloperskiego MVP w przedziale ok. 220-280mln PLN (obecna kapitalizacja rynkowa grupy Marvipol wynosi ok. 290mln PLN).

Wycena P/BV dewelopera a implikowana wycena P/E M Automotive

Kapitał własny dewelopera 1H14A	217							
Wycena P/BV dewelopera	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6	
Wartość dewelopera	282	260	217	195	174	152	130	
Kapitalizacja rynkowa MVP	290							
Implikowana wartość M Automotive	8	30	73	95	116	138	160	
M Automotive: zysk netto 2014P	27							
Implikowane 2014 P/E	0,3x	1,1x	2,7x	3,5x	4,3x	5,1x	5,9x	

Źródło: Trigon

Zwracamy uwagę, że po 1H14 spółka zakończyła cykl inwestycyjny (projekty Zielona Italia i ART.ECO - w sumie 715 gotowych mieszkań). Szacujemy, że suma marży (nie uwzględnianej w wartości księgowej), która powinna zostać zrealizowana ze sprzedaży zapasu w kolejnych trzech latach, wynosi ok. 140 mln PLN (ok. 113mln PLN w wartościach zdyskontowanych przy założeniu 3 lat wyprzedzenia zapasu).

Wartość obecna marży na sprzedaży projektów gotowych i w budowie

Baza mieszkań	Oddanie	Mieszkania	Sprzedane	Niesprzedane	Metraż	Cena/M2	Marża* (%)	w mln PLN	
								Wartość rynkowa	Suma marży
Apartam. Mokotów	2Q14	99	24	75	69	8 357	20%	57	11
Hill Park Apartments	2Q14	50	4	46	179	8 800	6%	79	5
Zielona Italia	2Q14	401	310	91	61	5 383	29%	132	38
Bielany Residence	2Q14	68	13	55	61	7 478	29%	31	9
ART. ECO	2Q14	314	150	164	63	7 500	20%	149	30
Central Park Ursynów	4Q15	471	225	246	59	6 000	27%	166	45
		1403	726	677				614	138
Duracja (okres zwrotu w latach)									3,0
WACC									7,0%
Gotówka w wartościach dzisiejszych									113

Źródło: Dane spółki, Trigon

Szacunek przekazania mieszkań wg projektów

			Pozostałe mieszkania		Prognoza przekazania							
Prognoza przekazania	Miasto	Dzielnica	il. Sztuk	Sprzedane	2H14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Projekty gotowe												
Apartamenty Mokotów Park	Warszawa	Dolny mokotów	99	24	34	40	25	-	-	-	-	
Hill Park Apartments	Warszawa	Młociny	50	4	9	25	16	-	-	-	-	
Zielona Italia	Warszawa	Nowe włosy	401	310	210	160	31	-	-	-	-	
Bielany Residence	Warszawa	Bielany	68	13	33	35	0	-	-	-	-	
ART. ECO	Warszawa	Żolibóz	314	150	70	200	44	-	-	-	-	
Projekty w budowie												
Central Park Ursynów 1A	Warszawa	Ursynów	471	225	-	-	445	26	-	-	-	
Poekty planowane												
Central Park Ursynów 1B	Warszawa	Ursynów	450	0	-	-	-	350	100	-	-	
Central Park Ursynów 2A	Warszawa	Ursynów	450	0	-	-	-	-	350	100	-	
Central Park Ursynów 2B	Warszawa	Ursynów	450	0	-	-	-	-	-	350	100	
SUMA				296	356	460	561	376	450	450	100	

Źródło: Dane spółki, Trigon

Szacunek rozkładu raportowanej wartości przedpłat

Projekt	Przedpłaty			% przekazania mieszkań sprzedanych			Wartości przedpłacone		
	1H14 (PLNm)	2H14	2015	2H14	2015	2015	2H14P	2015P	>2015P
Apartam. Mokotów	4	100%	0%	4	0	0	4	0	0
Hill Park Apartments	1	100%	0%	1	0	0	1	0	0
Zielona Italia	94	68%	32%	64	30	0	64	30	0
Bielany Residence	2	100%	0%	2	0	0	2	0	0
ART. ECO	53	47%	53%	25	28	0	25	28	0
Central Park Ursynów	11	0%	0%	0	0	11	0	0	11
	165			95	59	11			

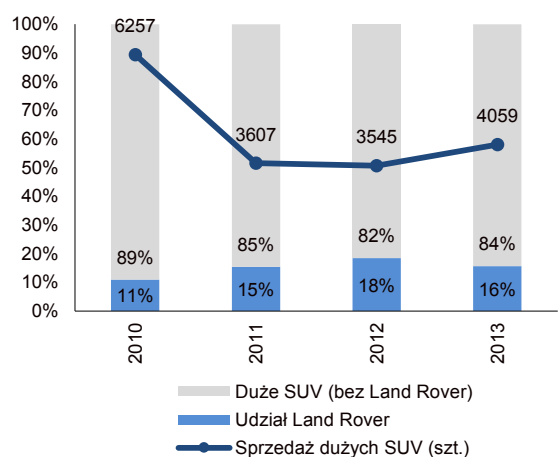
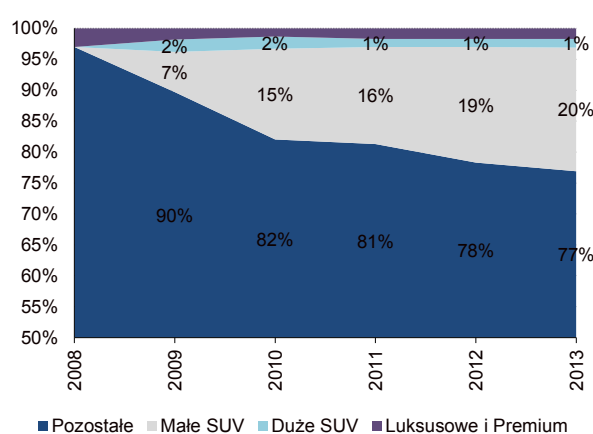
Źródło: Dane spółki, Trigon

Dystrybutor samochodów (M Automotive)

Po pierwszym półroczu 2014 sprzedaż aut wyniosła 621 sztuk (52% realizacji prognozy rocznej na poziomie 1200), wynik netto segmentu wyniósł 14,2mln PLN, a bilans dystrybutora samochodów jest wolny od długu. Spółka podała prognozy, w których zakłada sprzedaż odpowiednio 1200, 1600 oraz 2000 aut odpowiednio w latach 2014-2016. Zwracamy jednak uwagę że tak wysoki wzrost wolumenu sprzedaży wymaga inwestycji rozwój w sieci dealerskiej oraz zdolności serwisowych. Całkowite nakłady inwestycyjne wynieść mają do 60mln PLN w latach 2014-2018.

Opis działalności: Spółka z grupy Marvipol posiada umowę z Jaguar-Land Rover (JLR Ltd.) na wyłączną dystrybucję samochodów tej marki w Polsce (w naszej ocenie produkt ten można zaliczyć do segmentu dóbr luksusowych). Segment samochodowy Marvipolu (M Automotive) jest hurtowym dystrybutorem, który realizuje marżę pośrednicząc w sprzedaży samochodów i części między producentem a siecią salonów samochodowych. Obecnie sieć dealerów detalicznych liczy 10 salonów (z czego 4 salony własne) rozmieszczonych głównie w środkowej i zachodniej Polsce. Do 2016 roku spółka planuje otwarcie 4 dodatkowych punktów dealerskich (w tym jednego własnego w Warszawie) oraz rozwój własnych zdolności serwisowych (wzrost udziału posprzedaży). Ponieważ udział rynku warszawskiego w wartości sprzedaży jest znaczący uważamy, że jak najszybsze otwarcie kolejnego salonu w Warszawie jest kluczowe dla realizacji prognoz spółki.

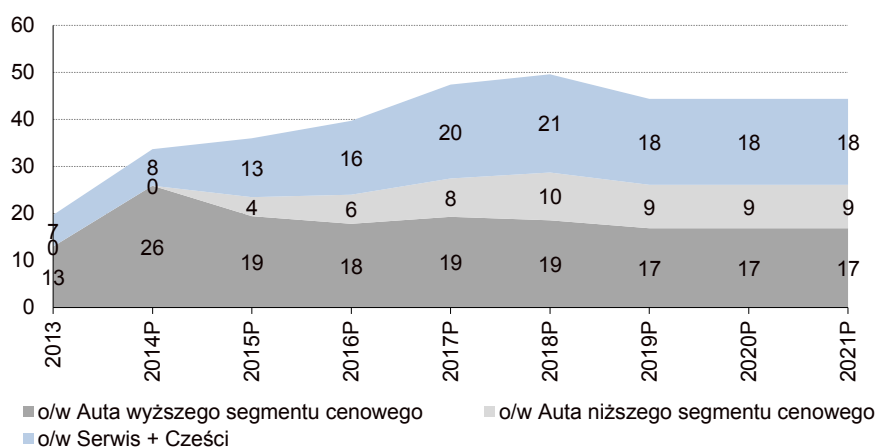
Struktura sprzedaży: W całym 2014 roku spółka planuje sprzedaż ok. 1200 sztuk aut z czego ponad 80% to samochody marki Land Rover a 20% Jaguar. Obecnie oferta samochodów Land Rover, składa się wyłącznie z dużych samochodów typu SUV (średnia cena ok. 270 tys. PLN), jednak w najbliższym czasie marka wprowadzić ma nową gamę samochodów z segmentu małych SUV (średnia cena ok. 150tys. PLN). Zwracamy uwagę, że w 2013 roku w Polsce udział dużych SUV w sumie rejestracji samochodów osobowych wyniósł ok. 1,4% natomiast małych SUV klasy premium 3%. Ponieważ udział Land Rover w rynku dużych SUV wynosi ok. 16% uważamy, że potencjał wzrostu sprzedaży tej kategorii jak i obecnej oferty Jaguara jest ograniczony. Stawiamy tezę, że niemal całość planowanego wzrostu wolumenu sprzedaży samochodów będzie wynikiem wprowadzenia do sprzedaży nowych tańszych modeli Land Rover oraz Jaguar. Ze względu na wyższy poziom konkurencji w zakładamy osiągnięcie docelowo 10% udziału Land Rover w segmencie małych SUV Premium do 2017 roku.

Struktura sprzedaży SUV samochodów w Polsce

Udział SUV w rynku aut osobowych


Źródło: SAMAR, Trigon Research

Podział masy marży: W 1H14 marża z działalności kontynuowanej wyniosła ok. 11%. Jak wyjaśnił zarząd jest to efektem obecnie bardzo wysokiego popytu i braku konieczności udzielania rabatów przy sprzedaży. W strategii spółka podaje, że docelowo poziom marży brutto powinien przekraczać 8%. Wg naszych szacunków marża na sprzedaży samochodów wynosi ok. 6% (niezależnie od typu samochodu) jednak bardzo wysoka rentowność po-sprzedaży (serwis i części) znacząco podnosi całkowity poziom rentowności. Zwracamy uwagę, że od trzech lat spółka sprzedaje samochody wyłącznie z 5-letnią gwarancją, co stopniowo przyczynia się do wzrostu udziału po-sprzedaży w całkowitej wartości sprzedaży (po-sprzedaż szacujemy na ok. 6% obecnie i docelowo 10% w 2017 roku, gdy większość bazy samochodów sprzedanych będzie już z gwarancją). Ze względu na wysoką rentowność udział po-sprzedaży w marży spółki wynosić może docelowo 40%.

Podział wyniku na działalności kontynuowanej



Źródło: Trigon

Potrzeby kapitałowe spółki: Zgodnie ze strategią spółki wydatki inwestycyjne związane z rozwojem segmentu samochodowego wynieść mają do 60mln PLN w latach 2014-2018. Uważamy jednak, że ok. połowę tej kwoty stanowić może koszt otwarcia/przejęcia dodatkowego własnego punktu dealerskiego w Warszawie. Jest to naszym zdaniem kluczowe dla realizacji prognoz sprzedażowych (i powinno mieć miejsce jak najszybciej). Z jednej strony spółka podała, że wskaźnik DN/EBITDA dystrybutora samochodów nie powinien przekroczyć 2.0x (co przy ekstrapolacji EBITDA za 1H14 implikowałoby możliwość pozyskania do 75mln PLN długu i pełne zaspokojenie potrzeb inwestycyjnych), z drugiej wskazuje na możliwość przeprowadzenia emisji nowych akcji spółki M Automotive. Naszym zdaniem emisja mogłaby zostać zastąpiona finansowaniem dłużnym, pozostaje jednak kwestia potencjalnie czasochłonnego procesu pozyskania długu oraz możliwych konsekwencji w postaci ograniczeń linii kredytowych na rachunkach bieżących (kluczowych dla spółki handlowej).

Ryzyko kontynuacji biznesu: Obecnie umowa dystrybucyjna z firmą Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) obowiązuje do końca 2016 roku. W negatywnym scenariuszu istnieje prawdopodobieństwo że producent nie zdecyduje się na przedłużenie umowy. W naszej ocenie prawdopodobieństwo takiego rozwoju sytuacji jest jednak znikome. Spółka komunikowała, że plan wydzielenia warunkowany jest przedłużeniem umowy z producentem do 2021 roku. W naszej ocenie prawdopodobieństwo przedłużenia umowy jest bardzo wysokie. Uważamy, że przy sprzedaży na poziomie 1200 aut rocznie Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) nie byłby w stanie szybko replikować wolumenów sprzedaży ani otwierając własną spółkę, ani podpisując kontrakt z innym dystrybutorem. Z drugiej strony M Automotive jest właścicielem baz klientów,

dokumentacji i historii serwisowej floty aut. Biorąc pod uwagę tempo rozwoju oraz zdolności operacyjne spółki uważamy, że producent nie powinien mieć zastrzeżeń co do pracy M Automotive.

W praktyce upublicznienie spółki pozwala właścicielom na lepszą pozycję negocjacyjną wyceny w przypadku gdyby Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) zdecydował się na przejęcie. Wg zarządu Marvipol na innych rynkach Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) nigdy nie był zainteresowany wrogim przejęciem dystrybutora, a wycena zbliżona powinna być do rynkowej. Zwracamy uwagę, że ze względu na naturalny monopol producenta względem importera prawo UE (Automotive block exemption) reguluje takie stosunki. Akt wymusza 2 letni okres wypowiedzenia umowy na czas określony oraz jednakowe brzmienie mów producent-importer w różnych krajach UE.

Schemat działania dystrybucji Land Rover w innych krajach EU:

Francja i Niemcy: Land Rover od zawsze posiada własną spółkę dystrybucyjną

Turcja: Prywatna spółka dystrybucyjna mimo wolumenu sprzedaży na poziomie 5000 sztuk rocznie.

Dania: Prywatna spółka dystrybucyjna

Szwecja: Prywatna spółka dystrybucyjna

Irlandia: Prywatna spółka dystrybucyjna

Grecja: Land Rover przejmuje dystrybutora, aby go oddłużyć i zabezpieczyć swój rynek zbytu.

Wycena M Automotive

Poniżej przedstawiamy nasze prognozy wyników spółki i proponowaną wycenę wydzielonej spółki M Automotive.

Prognozy operacyjne dla M Automotive

M Automotive	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (PLNm)	273	343	423	476	549	575	575	575	575
o/w Auta wyższego segmentu cenowego	256	324	324	324	351	338	338	338	338
o/w Auta niższego segmentu cenowego	0	0	68	113	148	185	185	185	185
o/w Post sales (Serwis + Części)	17	19	31	39	50	52	52	52	52
Sprzedaż (sztuki)	948	1200	1650	1950	2288	2482	2482	2482	2482
o/w Land Rover	780	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
o/w Jaguar	168	200	200	200	200	200	200	200	200
o/w SUV Jaguar	0	0	0	0	100	50	50	50	50
o/w Land Rover niższy segment cenowy	0	0	300	450	688	932	932	932	932
o/w Jaguary niższy segment cenowy	0	0	150	300	300	300	300	300	300
Średnie ceny auta									
Auta wyższego segmentu cenowego	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Auta niższego segmentu cenowego		0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Udział posprzedaży	6%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Średnia marża brutto	7,2%	9,8%	8,5%	8,3%	8,6%	8,6%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża na samochodach dużych	5%	8,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża na tańszych modelach		6,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża (Serwis + Części)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	35%	35%	35%
Wynik na działalności kontynuowanej	20	34	38	44	52	55	55	55	55
o/w Auta wyższego segmentu cenowego	13	26	19	18	19	19	17	17	17
o/w Auta niższego segmentu cenowego	0	0	4	6	8	10	9	9	9
o/w Serwis + Części	7	8	13	16	20	21	18	18	18

Źródło: Dane spółki, Trigon

Wolumen sprzedaży: Zakładamy wzrost wolumenu sprzedaży samochodów do ok. 2000 sztuk w 2016 roku zgodnie z prognozami spółki. Zgodnie z naszymi prognozami niemal całość wzrostu wolumenu sprzedaży po 2014 roku stanowić będzie sprzedaż modeli niższego segmentu cenowego (nowe mniejsze modele Land Rover oraz tańsza oferta Jaguara). Oczekujemy, że w segmencie dużych SUV Land Rover utrzyma obecny ok. 16% udział w rynku. Segment małych SUV premium stanowi 3% ogółu rejestracji samochodów osobowych. Oczekujemy, że Land Rover osiągnie docelowo 10% rynku małych SUV premium w 2017 roku.

Marża na samochodach: Po 1H14 implikowana marża na sprzedaży samochodów wyniosła ok 9%, jest to efektem wzmożonego popytu i braku stosowania rabatów sprzedażowych przez dealerów. Oczekujemy wciąż wysokiej 8% marży w roku 2015. Zakładamy, że docelowo marża na sprzedaży samochodów wynosi 6% i spada do 5% w długim terminie niezależnie od typu auta.

Posprzedaż: Porównując faktyczne ceny samochodów oraz implikowane ceny sprzedaży MVP szacujemy, że obecnie po-sprzedaż dodaje wynosi ok. 6,0% wartości sprzedaży aut. Biorąc pod uwagę, że gwarancje sprzedawane są z autami dopiero od 3 lat oczekujemy wzrostu udziału posprzedaży do 10% w ciągu 2-3 lat. Zwracamy uwagę że wg naszych prognoz udział sprzedaży części i usług serwisowych w sprzedaży jest niewielki, jednak udział tej części biznesu w masie marży jest znacznie wyższy i wynosi obecnie ok. 25% i ok. 40% docelowo.

DCF: M Automotive

DCF	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Sprzedaż	348,6	422,8	475,8	549,2	574,5	574,5	574,5	574,5
EBITDA	36,6	38,2	43,4	51,6	54,2	49,1	48,9	48,8
EBIT	35,6	36,0	39,7	47,4	49,6	44,4	44,4	44,4
Podatek	(6,3)	(6,6)	(7,3)	(8,9)	(9,3)	(8,3)	(8,3)	(8,3)
NOPAT	29,3	29,4	32,4	38,6	40,3	36,1	36,1	36,1
D&A	1,0	2,2	3,7	4,1	4,6	4,7	4,5	4,4
Zmiana NWC	0,0	(0,5)	15,1	1,6	0,3	(1,3)	0,0	0,0
Capex	(0,5)	(41,0)	(11,0)	(11,0)	(11,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
Inwestycje netto	0,5	(39,3)	7,8	(5,3)	(6,1)	1,4	2,5	2,4
FCF	29,8	(9,8)	40,2	33,3	34,2	37,5	38,6	38,5
Stopa dyskonta	92%	85%	78%	72%	66%	61%	56%	52%
PV FCF 2012-2021	161							
Wartość rezydualna*	183	Sprzedaż spółki do Land Rover (10x P/E), 20% dyskonta						
EV	345							
Dług netto	-18							
Wart. kapitałów własnych	363							

*Wartość Rezydualna	2021
Docelowy zysk netto w 2021	35
Mnożnik grupy porównawczej	12,5x
Docelowy mnożnik (20% dyskonta do grupy porównawczej)	10,0x
Wycena przejęcia Land Rover	355
Zdyskontowana wartość rezydualna	183

WACC (%)	8,6%
D/A	0,0x
CIT	19%
Koszt kapitału obcego	8,6%
RFR	3,6%
Beta	1,0
ERP	5,0%
Koszt długu	6,0%

Źródło: Trigon

Stosujemy wycenę DCF do 2021 roku i zakładamy sprzedaż spółki do producenta samochodów Jaguar Land Rover (JLR Ltd.) przy docelowym wskaźniku 10x P/E (20% dyskonta do grupy porównawczej).

Zgodnie z naszymi założeniami M Automotive było by w stanie wypłacać 80-100% zysku netto w postaci dywidendy już w 2016 roku (po poniesieniu większości wymaganych nakładów inwestycyjnych).

Grupa porównawcza M Automotive

Spółka	Ranking sprzedaży			EV/EBITDA		P/E		Znormalizowane ROE	Marża EBITDA
	EU 2010	Kraj	MCAP (EUR m)	2014	2015	2014	2015		
INCHCAPE PLC	4	GB	3 853	8,6	8,1	14,7	13,7	15%	5%
PENDRAGON	6	GB	571	4,9	4,6	11,6	10,8	13%	3%
DOGUS OTOMOTIV S	7	TU	702	8,3	9,9	8,7	10,5	19%	4%
LOOKERS PLC	14	GB	680	8,6	7,2	15,6	11,9	14%	3%
BILIA AB-A SHS	25	SW	513	7,0	6,2	15,8	12,2	19%	4%
Średnia				7,5	7,2	13,3	11,8	16%	4%
Implikowana wycena M Automotive PLNm (2014E)				286		374			

Źródło: Bloomberg, Trigon

Prognoza: Rachunek zysków i strat

P&L	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	348,6	422,8	475,8	549,2	574,5	574,5	574,5	574,5
Koszt własny sprzedaży	-305,4	-380,8	-429,1	-493,7	-516,9	-522,2	-522,2	-522,2
Zysk brutto ze sprzedaży	43,1	42,0	46,7	55,4	57,6	52,4	52,4	52,4
SG&A	-6,0	-6,0	-7,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0
Pozostałe koszty operacyjne	-2,7							
Zyski z inwestycji	1,2							
EBITDA	36,6	38,2	43,4	51,6	54,2	49,1	48,9	48,8
D&A	1,0	2,2	3,7	4,1	4,6	4,7	4,5	4,4
EBIT	35,6	36,0	39,7	47,4	49,6	44,4	44,4	44,4
Koszty finansowe netto	-2,4	-1,4	-1,3	-0,8	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8
Przychody finansowe	0,0	1,0	1,1	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6
Koszty finansowe	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Zysk przed opodatkowaniem	33,2	34,6	38,5	46,6	48,9	43,5	43,5	43,6
Podatek dochodowy	-6,3	-6,6	-7,3	-8,9	-9,3	-8,3	-8,3	-8,3
Zysk netto	26,9	28,1	31,1	37,8	39,6	35,3	35,3	35,3
Marża brutto	12,4%	9,9%	9,8%	10,1%	10,0%	9,1%	9,1%	9,1%
Marża EBITDA	10,5%	9,0%	9,1%	9,4%	9,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Marża Netto	7,7%	6,6%	6,5%	6,9%	6,9%	6,1%	6,1%	6,1%

Źródło: Trigon

Podział bilansów segmentu deweloperskiego oraz samochodowego.

P&L 1H14	Skonsolidowane	M Automotive	Deweloper*
	A	B	A-B
Przychody ze sprzedaży	327,1		
Pozostałe przychody operacyjne	7,4		
Działalność kontynuowana	334,5	182,8	151,6
Amortyzacja	-1,4	-0,5	-0,9
Zużycie materiałów i energii	-2,3		
Usługi obce	-117,1		
Koszty świadczeń pracowników	-8,1		
Wartość sprzedanych towarów i usług	-146,2		
Pozostałe koszty operacyjne	-15,1		
Zyski z inwestycji	0,0	1,2	-1,2
Zysk na działalności operacyjnej	44,3	18,6	25,6
Koszty finansowe	-9,3	-1,2	-8,1
Udział w zyskach jednostek współzależnych i stowarzyszonych			
Zysk przed opodatkowaniem	35,0		
Podatek dochodowy	-5,8	-3,3	-2,6
Zysk netto	29,2	14,2	15,0

Bilans 1H14	Skonsolidowane	M Automotive	Deweloper*
Aktywa trwałe	157,3	43,6	113,6
Rzeczowe aktywa trwałe	57,3	16,0	41,3
Wartości niematerialne	0,9	0,1	0,8
Prawa wieczystego użytkowania gruntów	3,2	3,2	0,0
Nieruchomości inwestycyjne	76,9		76,9
Aktywo z tytułu zwrotu kosztów napraw gwarancyjnych	3,9	3,9	0,0
Pozostałe należności długoterminowe	0,1		0,1
Pozostałe inwestycje długoterminowe	2,1	19,0	-17,0**
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	13,0	1,4	11,6
Aktywa obrotowe	825,0	136,0	689,0
Zapasy	706,4	75,5	630,9
Inwestycje krótkoterminowe		0,0	0,0
Należności z tytułu podatku dochodowego	1,6	0,0	1,6
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	54,6	35,5	19,1
Aktywo z tytułu zwrotu kosztów napraw gwarancyjnych	7,4	7,4	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	55,0	17,6	37,4
Aktywa razem	982,2	179,6	802,6

PASYWA			
Kapitał własny	276,9	60,2	216,7
Kapitał zakładowy	8,3	b.d.	
Kapitał zapasowy	30,8	b.d.	
Kapitał rezerwowy	32,7	b.d.	
Akcje własne	-0,8	b.d.	
Zyski zatrzymane	205,9	b.d.	
Zobowiązania długoterminowe	195,7	6,3	189,4
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	70,0	0,0	70,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	2,0	1,1	0,8
Pozostałe zobowiązania	5,2	0,2	5,0
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	33,2	1,2	32,0
Rezerwy	3,9	3,9	0,0
Zobowiązania z tytułu obligacji	81,6		81,6
Zobowiązania krótkoterminowe	509,6	113,1	396,5
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	84,5	0,0	84,5
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,9	0,5	0,4
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,7	0,7	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	180,0	104,2	75,8
Przychody przyszłych okresów	165,9	0,3	165,6
Rezerwy	7,7	7,5	0,2
Zobowiązania z tytułu obligacji	70,0		70,0
Razem kapitał własny i zobowiązania	982,2	179,6	802,6

* Z uwzględnieniem Prosta Tower

** Prawdopodobnie pożyczka od M Automotive dla dewelopera

BV	276,9	60,2	216,7
Dług brutto	306,1	0,0	306,1
Gotówka	55,0	17,6	37,4
Dług netto	251,0	-17,6	268,6

Źródło: Dane spółki, Trigon

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

<http://www.trigon.pl> | E: recepja@trigon.pl

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA

zbigniew.porczyk@trigon.pl

+48 (22) 4338-316

Strategia, Wydobywanie, Przemysł ciężki, Dystrybucja IT

Hanna Kędziora

hanna.kedziora@trigon.pl

+48 (22) 4338-371

Media, Telekomunikacja, PZU, Handel detaliczny

Grzegorz Kujawski

grzegorz.kujawski@trigon.pl

+48 (22) 4338-369

Automotive, Transport, Przemysł, Finanse

Maciej Marcinowski

maciej.marcinowski@trigon.pl

+48 (22) 4338-375

Strategia, Banki, Materiały budowlane

Kamil Szłaga

kamil.szłaga@trigon.pl

+48 (22) 4338-368

Paliwa, Chemia, FMCG

Krzysztof Kubiszewski

krzysztof.kubiszewski@trigon.pl

+48 (22) 4338-321

Energetyka

Michał Czerwiński

michal.czerwinski@trigon.pl

+48 (22) 4338-390

IT, Ochrona zdrowia

Łukasz Rudnik

lukasz.rudnik@trigon.pl

+48 (22) 4338-365

Dariusz Dziubiński

dariusz.dziubinski@trigon.pl

+48 (22) 4338 347

Berenika Bartnik

berenika.bartnik@trigon.pl

Sales:

Krzysztof Kasiński

krzysztof.kasinski@trigon.pl

+48 (22) 4338-364

Artur Szymecki

artur.szymecki@trigon.pl

+48 (22) 4338-363

Sebastian Kosakowski

sebastian.kosakowski@trigon.pl

+48 (22) 4338-393

Artur Palka

artur.palka@trigon.pl

+48 (22) 4338-361

Maciej Fink-Finowicki

maciej.fink-finowicki@trigon.pl

+48 (22) 4338-362

Wojciech Kołacz

wojciech.kolacz@trigon.pl

+48 (22) 4338-385

Disclaimer

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i została przygotowana przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Inwestor przed podjęciem decyzji inwestycyjnej powinien zapoznać się z ryzykiem związanym z profilem działalności Emitenta oraz charakterystyką rynku na którym Emitent działa. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w całości lub części niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.