

poniedziałek, 30 listopada 2015 | komentarz specjalny

Marvipol – Niedoceniony segment MOTO

Cena bieżąca: 5,86 PLN

MVP PW; MVPP.WA | Deweloperzy, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

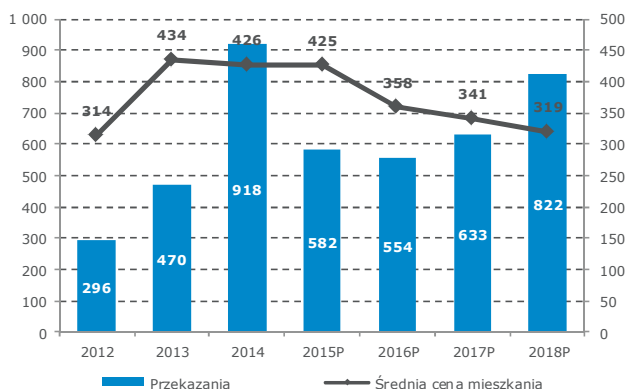
Po silnym spadku kursu w ostatnim miesiącu, cena akcji Marvipolu zbliża się do historycznych dołków z 2013 r. Tymczasem sytuacja finansowa spółki jest nieporównywalnie lepsza niż dwa lata temu, gdy Marvipol miał jedne z najwyższych wskaźników zadłużenia w sektorze (obecnie jedne z najniższych) i przeprowadzał emisję akcji. Rynek wycenia Marvipol na P/B'15 równym 0,76x. W latach 2016-2017 spodziewamy się około 35 mln PLN zysku netto (P/E ok. 7,0x). Powyższe wyniki będą prawie w całości zasługą szybko rosnącego segmentu motoryzacyjnego. Prognozujemy, że w 2018 r. segment deweloperski odzyska zdolność do generowania atrakcyjnych wyników, a spółka powróci do rekordowych zysków (52 mln PLN, P/E=4,7x). Uważamy, że lepsza komunikacja spółki odnośnie strategii rozwoju (ostatnie wezwanie na Torpol było sporym zaskoczeniem dla rynku) oraz podpisanie długo wyczekiwanej umowy importerskiej (kluczowej dla naszych prognoz) powinny poprawić sentyment do Marvipolu, który przy bieżącym kursie jest według nas interesującą opcją inwestycyjną.

Segment deweloperski - mieszkaniowy

Rok 2014 był w Marvipolu rekordowym w historii segmentu deweloperskiego. Spółka rozliczyła w wyniku finansowym 918 mieszkań, osiągając przychody w wysokości około 400 mln PLN oraz 43 mln PLN zysku operacyjnego.

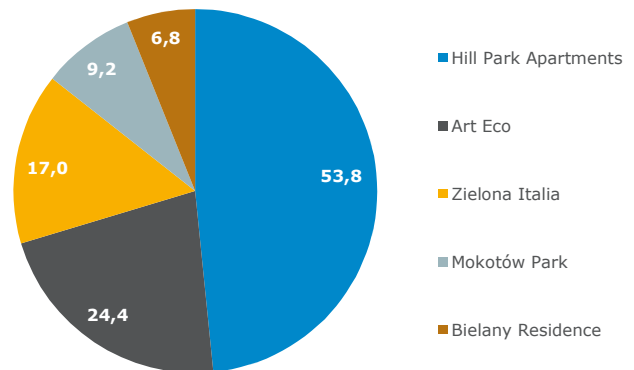
W 2015 rok Marvipol wszedł ze znacznymi zapasami gotowych, niesprzedanych mieszkań w 5 zakończonych projektach. Na koniec września br. spółce pozostało jeszcze do rozliczenia w wyniku około 150 mieszkań z tych inwestycji o łącznej wartości bilansowej **111 mln PLN**. Stanowią one dla spółki źródło stabilnych przepływów pieniężnych. Szacujemy, że ich wyprzedaż zajmie około 2 lata, a pozyskana gotówka zabezpieczy potrzeby inwestycyjne Marvipolu. Na dzień 30.09.2015 **48%** gotowych niesprzedanych mieszkań stanowiły apartamenty w projekcie **Hill Park** w cenie 1,2-1,4 mln PLN za sztukę. Inwestycja ta sprzedaje się wolno. W okresie 9M'15 sprzedano zaledwie 17% apartamentów znajdujących się w zapasach przy jednoczesnej sprzedaży średnio 55% zapasów w pozostałych czterech projektach. W kolejnych kwartałach spodziewamy

Przekazania mieszkań (szt.) oraz przychód w przeliczeniu na mieszkanie (tys. PLN)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

Wartość bilansowa gotowych mieszkań w zapasach na dzień 30.09.2015 (mln PLN)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

się istotnego przyspieszenia tempa sprzedaży w projekcie Hill Park, co powinno odbić się na marży (zjawisko to można było zaobserwować już w 3Q'15). W pozostałych czterech projektach również zostały lokale większe i trudniejsze do sprzedaży. W związku z powyższym przyszłą średnią marżę na gotowych zapasach mieszkań szacujemy na poziomie bliskim zera. Uważamy, że spółka osiągnie większe korzyści z szybkiego spieniężenia zapasów niż z walki o jak najwyższe marże.

W najbliższych latach wynik segmentu będzie oparty przede wszystkim na projekcie **Central Park Ursynów (CPU)**, zlokalizowanym w Warszawie przy ul. Kłobuckiej i stanowiącym pozostałe zapasy mieszkaniowe Marvipolu. Wartość bilansowa projektu na 30.09.2015 to **317 mln PLN**. W CPU Marvipol przewiduje budowę około **2 300 mieszkań** o szacowanej przez nas wartości około 730 mln PLN. W listopadzie 2015 kończy się budowa 471 lokali z I etapu inwestycji, a we wrześniu 2016 planowane jest zakończenie II etapu na 440 lokali. Na 2017 r. planowane jest zakończenie kolejnych dwóch etapów na 532 mieszkania. Marvipol oferuje na powyższej inwestycji cenę niższą niż w konkurencyjnych projektach, co pozwala spółce na szybką sprzedaż. Średnioroczną sprzedaż mieszkań w CPU szacujemy na około **440 lokali**. Przy powyższym tempie projekt dostarcza stabilne przychody w wysokości około **140 mln PLN** do końca 2019 r. przy około **20% marży** brutto ze sprzedaży.

Wyniki segmentu deweloperskiego - mieszkaniowego

(mln PLN)	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż mieszkań	391,4	247,6	198,6	215,7	262,5
Koszt mieszkań	-316,3	-206,1	-168,7	-177,8	-204,8
Zysk brutto ze sprzedaży	75,1	41,5	29,8	37,9	57,8
marża	19,2%	16,7%	15,0%	17,6%	22,0%
Pozostałe koszty netto	-32,6	-30,7	-30,0	-30,6	-31,2
EBIT segmentu	42,5	10,8	-0,2	7,3	26,6
marża	10,9%	4,4%	-0,1%	3,4%	10,1%
Zysk netto segmentu*	21,3	-0,7	-8,2	-0,8	15,4

Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol;
*ZN'14 stanowi szacunek Domu Maklerskiego mBanku

Umowy nabycia gruntów w 2015 r.

Nieruchomość	Cena mln PLN	Lokale szt.	PUM m ²	PLN/PUM	Start	Marża
Kanał Żerański	25,0	890	44 000	568	2Q'16	23%
Bemowo	5,4	90	4 500	1 200	3Q'16	23%
Bielany 1	9,0	180	9 000	1 000	4Q'17	30%
Bielany 2	4,5	100	5 000	900	3Q'18	25%
Suma/średnia	43,9	1 260	62 500	702		

Źródło: Marvipol, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

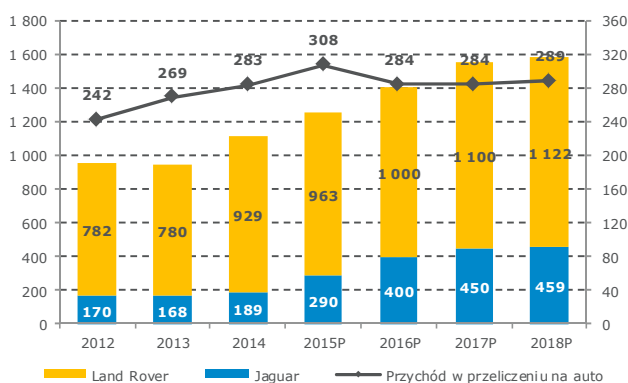
Szacujemy, że CPU wypracuje w 2015 roku około 50% przychodów ze sprzedaży segmentu deweloperskiego. W 2016 r. będzie to około 75%. Resztę stanowią niskomarkowe mieszkania w zakończonych już projektach. Segment deweloperski (bez przychodów z wynajmu w Prosta Tower i JV z Panattoni) zaliczy **dołek w przekazaniach, przychodach i marżach w 2016 r.** Szacujemy, że przyszlóroczny EBIT segmentu spadnie do zera z 11 mln PLN w 2015 r., a wynik netto segmentu do -8 mln PLN z -1 mln PLN (powyższy wynik nie uwzględnia zysku z projektu JV z Panattoni). W 2017 r. prognozujemy powrót wyników spółki do poziomu z 2015 r., a w 2018 r. spółka odzyska satysfakcjonującą rentowność.

Uważamy, że spadek skali działalności Marvipolu w latach 2015-2017 będzie zjawiskiem przejściowym, a spółkę stać organizacyjnie i finansowo do powrotu do sprzedaży mieszkań na poziomie 900-1000 lokali. W 2015 r. Marvipol zawarł **4 umowy** przedwstępne zakupu gruntów o łącznej wartości **44 mln PLN** i potencjale budowy ponad **1 200 mieszkań**. Powyższe umowy w pełni pokrywają nasze prognozy segmentu na lata 2017-2018. Marvipol ma jeszcze czas by zakupić inne grunty, które wejdą do wyników spółki w 2018 r. W sierpniu br. spółka wyemitowała 4-letnie niezabezpieczone **obligacje** o wartości **60 mln PLN**, przeznaczone m.in. na współfinansowanie zakupu działek.

Projekt magazynowy

Działalność deweloperska Marvipolu nie ogranicza się wyłącznie do budowy mieszkań. Spółka zawarła z Panattoni Europe umowę inwestycyjną, dotyczącą inwestycji magazynowej na 45 tys. m² w rejonie Warszawy (udział Marvipolu - 68%). Wartość projektu to blisko **100 mln PLN**, a jego zakończenie jest zaplanowane na **4Q'16**. W 3Q'15 Marvipol udzielił spółce celowej, realizującej wspólne przedsięwzięcie, pożyczki o wartości **27 mln PLN** (całkowite zaangażowanie kapitałowe Marvipolu). Zysk netto z inwestycji szacujemy na ok. **10 mln PLN** i uwzględniamy w naszych prognozach wyników na 2016 r. Ostateczna rentowność inwestycji może być wyższa w przypadku sprawnej komercjalizacji obiektu. Projekt z Panattoni

Sprzedaż do dilerów (szt.) oraz przychód segmentu w przeliczeniu na 1 auto (tys. PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

powinien przynieść spółce bardzo wysoki zwrot z zainwestowanego kapitału. Spółka nie wyklucza w przyszłości innych inwestycji, odbiegających od głównej działalności segmentu deweloperskiego.

Segment motoryzacyjny

Grupa Marvipol jest Generalnym Importerem lub Wyłącznym Przedstawicielem na Polskę marek samochodów **Land Rover, Jaguar** i **Aston Martin**. Oprócz sprzedaży samochodów, Grupa czerpie przychody ze: (1) sprzedaży części samochodowych do tych marek oraz (2) usług serwisowych i gwarancyjnych. Grupa zarządza siecią 12 salonów samochodowych w Polsce, z których 4 należą do Grupy Marvipol (2 w Warszawie, po jednym w Gdańsku i Łodzi).

Marki samochodów oferowane przez Grupę Marvipol zaliczają się do segmentu premium. W latach 2013-2014 sprzedaż marek premium rosła w tempie **24% rocznie**, ponad 2x szybciej niż ogólna sprzedaż nowych samochodów w Polsce. Dynamiczny wzrost jest również widoczny w wynikach segmentu motoryzacyjnego Marvipolu, który wzrósł na poziomie operacyjnym z 13,7 mln PLN w 2012 r. do **27,5 mln PLN w 2014 r.**

Po 9 miesiącach 2015 r. Marvipol sprzedał do dilerów **933 samochody**, o **8% więcej r/r**. Po bardzo dobrym sprzedażowo październiku, liczymy na wyraźny wzrost sprzedaży samochodów również w ostatnim kwartale br. Pomimo wzrostu wolumenów oraz przychodów ze sprzedaży, wynik segmentu motoryzacyjnego po 9M'15 był o 4% niższy r/r. Wynika to z: (1) odmiennego księgowania kosztów premii sprzedażowych w 2014 i 2015 r. – w 2014 r. były one skumulowane w 4Q, podczas gdy w 2015 r. są rozkładane równomiernie między kwartałami, (2) zawiązania rezerw na ponad 2 mln PLN, których nie było w 2014 r., (3) jednorazowych kosztów związanych ze zmianą kierownictwa segmentu. W 4Q'15 spodziewamy się znaczącej poprawy wyników segmentu (efekt wyższych wolumenów i księgowania premii sprzedażowych). Szacujemy, że w całym **2015 r. zysk operacyjny segmentu wzrośnie o 14% r/r do 31,3 mln PLN**, a zysk netto o **13% r/r do 25,2 mln PLN**.

Zarząd Marvipolu ma bardzo ambitne plany dotyczące rozwoju skali działalności segmentu w kolejnych latach. Spółka jest przeddzień podpisania nowej wieloletniej **umowy importerskiej** z producentem samochodów. Nasze prognozy finansowe są aktualne przy założeniu, że **Marvipol pozostanie Wyłącznym Przedstawicielem marek Jaguar i Land Rover na Polskę**. W 2016 r. zakładamy wzrost sprzedaży marek Jaguar i Land Rover o **12% r/r** do **1 400 szt.** Liczymy w szczególności na sprzedaż dwóch nowych modeli Jaguara w segmentach, które w minionych latach nie były obecne w ofercie producenta (**Jaguar XE** – segment D, **Jaguar F-Pace** – segment SUV). Pewien

Wyniki segmentu motoryzacyjnego

(mln PLN)	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż aut i części	316,8	385,4	398,0	440,6	456,4
Koszt aut i części	-267,9	-328,9	-337,7	-377,3	-392,7
Zysk na autach i częściach	48,9	56,5	60,3	63,4	63,7
marża	15,4%	14,7%	15,2%	14,4%	14,0%
Usługi serwis. i gwaranc.	11,7	12,3	13,0	17,5	18,1
Wartość usług	-6,0	-6,3	-6,5	-8,8	-9,0
Zysk na usługach	5,7	6,0	6,5	8,8	9,0
marża	48,7%	49,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Pozostałe koszty netto	-27,0	-31,2	-29,0	-31,0	-31,6
EBIT segmentu	27,5	31,3	37,8	41,1	41,1
marża	8,7%	8,1%	9,5%	9,3%	9,0%
Zysk netto segmentu*	22,3	25,2	30,2	32,8	32,8

Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol;

*ZN'14 stanowi szacunek Domu Maklerskiego mBanku

wzrost sprzedaży powinien być związany w otwarciem **nowych salonów**. W 2016 r. Marvipol zamierza otworzyć kolejny własny salon w Warszawie. Planowane są również dwa salony partnerskie w miastach regionalnych. Sprzedaż nowych samochodów może okazać się wyższa od naszych założen jeśli Marvipol będzie w stanie rozwinąć sprzedaż flotową, która w tym momencie praktycznie nie istnieje. Prognozujemy, że w przyszłym roku zysk operacyjny segmentu motoryzacyjnego wyniesie 38 mln PLN, a **zysk netto** wyniesie około **30 mln PLN**. W kolejnych latach liczymy również na wzrost sprzedaży usług serwisowych i gwarancyjnych, które obecnie przynoszą spółce około 6 mln PLN zysku. Rentowność działalności usługowej sięga 50% vs. około 15% średniej rentowności na sprzedaży samochodów i części. Marvipol będzie w stanie istotnie zwiększyć przychody ze sprzedaży usług po otwarciu dealerstwa z zapleczem serwisowym w Warszawie w przyszłym roku.

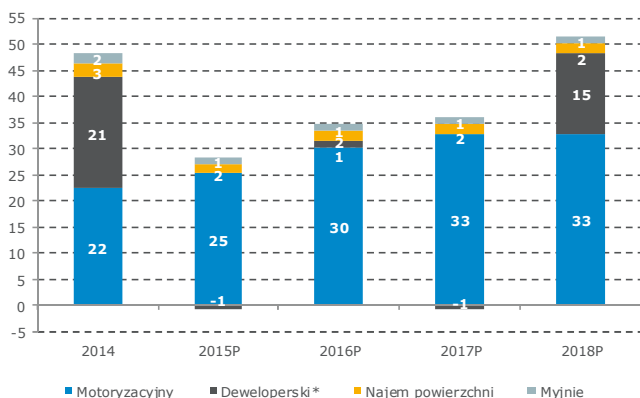
Pozostała działalność

Działalność Marvipolu dopełniają (1) wynajem powierzchni biurowej w biurowcu **Prosta Tower** oraz (2) prowadzenie sieci myjni samochodowych w Warszawie o nazwie **Robo Wash Center**. W ciągu ostatniego roku oba segmenty wypracowały łącznie **4,7 mln PLN** zysku operacyjnego. Szacujemy, że w kolejnych latach zyski z tych obszarów działalności pozostaną na poziomie około 5+ mln PLN. Zarząd rozważa również sprzedaż powyższych aktywów, które nie mają strategicznego znaczenia dla spółki.

Imponujący spadek zadłużenia

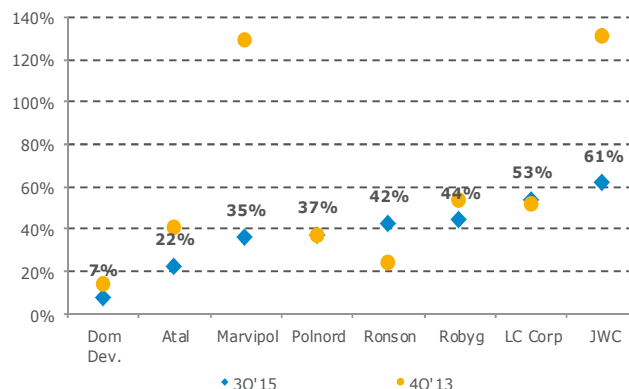
W minionych latach Marvipol wykonał ogromną pracę na rzecz redukcji zadłużenia. Zakończenie prac przy dwóch dużych projektach mieszkaniowych (Zielona Italia i Art Eco) miało istotny wpływ na cash flow spółki. W 2014 r. Marvipol wypracował **148 mln PLN** dodatknych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Szacujemy, że kolejne 150 mln PLN gotówki operacyjnej Marvipol wygeneruje w 2015 r., co również w dużej mierze jest zasługą spieniężenia projektów deweloperskich. Na koniec września 2015 r. **dług netto** spółki wyniósł **108 mln PLN**, a wskaźnik dług netto/kapitał własny **35%**, co stawia Marvipol w gronie najmniej zadłużonych deweloperów notowanych na GPW. Marvipol jest jednocześnie deweloperem, który w ostatnich 2 latach najsilniej zredukował zadłużenie. Obecnie jedynie 10% zadłużenia odsetkowego stanowi dług krótkoterminowy. Spółkę stać, by wypłacać w kolejnych latach wysokie dywidendy. Na dziś żadna oficjalna decyzja w tej sprawie nie była komunikowana ze strony zarządu. Nieudane wezwanie Marvipolu na 33% akcji Torpolu oznacza, że w spółce pozostaje wolna gotówka.

Podział zysku netto między segmentami operacyjnymi Marvipolu (mln PLN)



Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku na 2014 r. oraz prognozy Domu Maklerskiego mBanku na lata 2015-2018; *zysk segmentu deweloperskiego obejmuje zysk z projektu z Panattoni

Zmiana wskaźnika dług netto/kapitał własny u deweloperów mieszkaniowych



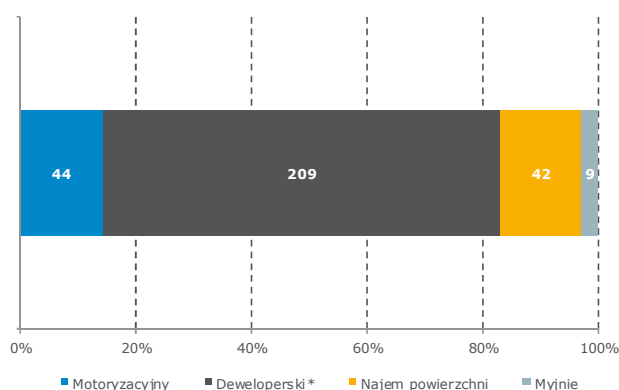
Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Podział spółki

Około rok temu Zarząd Marvipolu zdecydował o podjęciu prac nad podziałem spółki i wydzieleniem z niej części motoryzacyjnej do osobnej spółki (wyemitowane zostałyby nowe akcje, które objęliby dotychczasowi akcjonariusze Marvipolu, spółka byłaby notowana na GPW). W ocenie Zarządu obie podstawowe działalności Marvipolu nie generują istotnych synergii, a podział pozwoliłby inwestorom na wybór preferowanego profilu działalności i wiarygodną wycenę działalności motoryzacyjnej przez rynek.

Przy obecnej strukturze Grupy percepcja, gdzie leży faktyczna wartość Marvipolu, może być utrudniona. Szacujemy, że **segment motoryzacyjny** będzie generował w latach 2015-2017 około **90% zysku netto**, podczas gdy na koniec września miał tylko **14% udział w NAV** Grupy. ROE części motoryzacyjnej to około 50%, stąd segment zasługuje na wyraźną premię do NAV. Ze względu na bardzo niską rentowność **segmentu deweloperskiego**, ta część biznesu powinna być wyceniana z dyskontem do wartości księgowej. Uważamy, że w najbliższych latach dyskonto powinno być wysokie. Mediana **P/B** dla deweloperów mieszkaniowych wynosi około **0,7x**, przy czym prognozowana na lata 2015-2017 rentowność notowanych na GPW deweloperów jest znacznie wyższa niż rentowność segmentu deweloperskiego w Marvipolu. Różnice w rentowności powinny zacierać się od 2018 r. kiedy to segment deweloperski Marvipolu odzyska potencjał wynikowy.

Struktura NAV Marvipolu na dzień 30.09.2015 r. (mln PLN)



Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie sprawozdania finansowego Marvipolu; *do segmentu deweloperskiego zaliczamy również aktywa i zobowiązania nieprzypisane

Prognozy wyników Marvipolu na lata 2015-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	378,0	506,0	761,2	674,4	640,7	705,9	771,2
EBIT	36,5	36,5	76,3	48,1	43,3	54,2	73,6
marża EBIT	9,7%	7,2%	10,0%	7,1%	6,8%	7,7%	9,5%
Zysk brutto	22,4	21,0	58,8	34,7	40,7	43,7	63,8
Zysk netto	17,7	13,6	47,9	28,3	34,8	35,4	51,7
Dług netto	399,2	319,2	196,1	97,6	54,8	92,8	75,1
EV	642,7	562,7	439,5	341,1	298,3	336,3	318,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,55
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,5%	9,4%
P/E	13,7	17,8	5,1	8,6	7,0	6,9	4,7
EV/EBITDA	16,2	14,1	5,5	6,6	6,4	5,8	4,1
P/BV	1,12	0,98	0,83	0,76	0,68	0,66	0,61

Kurs akcji (PLN)	5,86
Liczba akcji (mln szt.)	41,6
Kapitalizacja (mln PLN)	243,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Marvipol

Zakładając że segment deweloperski (łącznie budowa mieszkań i wynajem biur) ze względu na przejściową niską rentowność powinien być dziś notowany z dyskontem do sektora, np. na **P/B** równym **0,6x**, jego wartość można oszacować na około **160 mln PLN**. Przy bieżącej kapitalizacji oznaczałoby to, że rynek płaci za segment motoryzacyjny nieco ponad **80 mln PLN**. Powyższa wycena segmentu motoryzacyjnego implikuje wskaźniki **P/E'16=2,7x** oraz **EV/EBITDA=2,1x**

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwicz, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl