

2/2016/CR (126) 18 października, 2016

Marvipol

Wrzucając wyższy bieg



Analicycy:
Sylwia Jaśkiewicz, CFA, Maciej Wewiórski

2/2016/CR (126) 18 października, 2016

Analitycy: Sylwia Jaśkiewicz, CFA
Maciej Wewiórski

Marvipol

Marvipol efektywnie wykorzystuje ekspozycję na (i) rosnący popyt na samochody luksusowe w Polsce oraz (ii) dobrą koniunkturę na rynku mieszkaniowym. W oparciu o wycenę metodą sumy części składowych otrzymaliśmy 12-miesięczną wycenę docelową jednej akcji Marvipolu w wysokości 14,6 zł, w tym 7,0 zł na akcję stanowi wycena segmentu motoryzacyjnego, a 7,6 zł na akcję wycena działalności deweloperskiej. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Marvipolu przy 46% potencjale wzrostu z fundamentalnym zaleceniem Kupuj w perspektywie długoterminowej i krótkoterminową rekomendacją relatywną Przeważaj. Oczekiwane mocne wyniki finansowe za III kw. 2016 roku i podział na dwa odrębne podmioty: BAH i Marvipol Development powinny stanowić pozytywny bodziec i pomóc Spółce domknąć znaczącą lukę wycenową.

Segment motoryzacyjny Spółki prosperuje dobrze, od początku roku liczba sprzedanych dealerom przez importera aut wyniosła 1 536 (+65% r/r). Tak imponujący wynik jest efektem wprowadzonych do oferty nowych modeli takich jak Land Rover Discovery Sport, Jaguar XE czy Jaguar F-Pace, chociaż nie można pominąć pozytywnego wpływu niemałej sprzedaży starszych modeli, co stanowi dowód rosnącego popytu na samochody luksusowe w Polsce, a także potwierdza atrakcyjność oferty JLR.

Biorąc pod uwagę planowane premiery nowych modeli JLR, rozbudowę sieci dealerów i stacji obsługi liczymy na wzrost sprzedaży samochodów do 3 000 w 2020 (ponad 1 900 prognozowane na koniec 2016 roku). Zakładamy, że spadek średniej ceny samochodu sprzedanego negatywnie odbije się na rentowności. Jednak spadek marż powinien zostać złagodzony dzięki rozwojowi własnej sieci dealerów z szeroką ofertą usług gwarancyjnych i serwisowych.

Oczekujemy mocnych przepływów pieniężnych generowanych przez segment motoryzacyjny Spółki, co powinno zapewnić wysoką stopę dywidendy brutto.

Działalność deweloperska Marvipolu koncentruje się na środkowym segmencie lukratywnego warszawskiego rynku mieszkaniowego, który może się pochwalić sprzedażą ok. 20 tysięcy nowych mieszkań w ub. roku. Na koniec 2016 roku bank gruntów Marvipolu będzie wystarczający do zbudowania tylko w Warszawie 2 639 lokali w 9 projektach w ciągu 3 lat zakładając tempo sprzedaży mieszkań na poziomie ponad 700 lokali rocznie. Oferta Spółki jest zlokalizowana głównie w lewobrzeżnej Warszawie, gdzie jest umiejscowionych 8 projektów. Wart podkreślenia jest fakt, że wspomniane grunty zostały nabyte po niewygórowanych cenach, dzięki czemu marża

Sektor: Dobra konsumenckie
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)
Kurs: 9,95 PLN
12M EFV: 14,6 PLN (-)

Kapitalizacja: 413 mln US\$
Bloomberg: MVP PW
Średni obrót dzienny: 0,07 mln US\$
Free float: 29%
12M przedział kursowy: 5,40-10,30 PLN

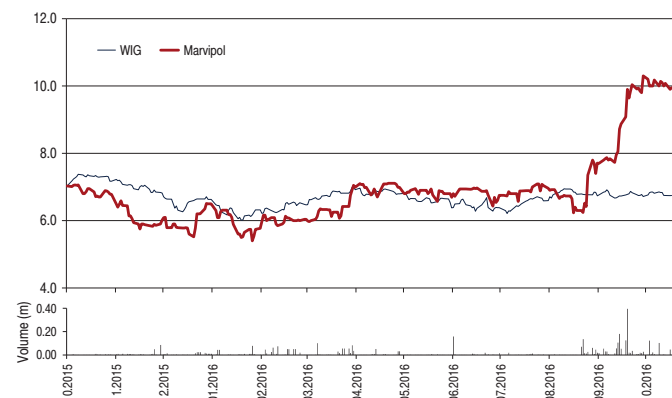
Skorygowane zyski
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF, Skonsolidowane		2015	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż	mln PLN	686,4	801,7	826,1	907,9
EBITDA	mln PLN	49,5	51,8	60,7	76,5
EBIT	mln PLN	46,4	48,8	57,8	71,5
Zysk netto	mln PLN	27,7	31,8	38,4	47,1
EPS	PLN	0,60	0,77	0,92	1,13
Zmiana EPS r/r	%	-46	28	21	23
Dług netto	mln PLN	77,9	105,1	239,8	289,3
P/E	x	14,9	13,0	10,8	8,8
EV/EBITDA	x	9,9	10,0	10,8	9,2
EV/EBIT	x	10,6	10,6	11,3	9,8
EV/Sprzedaż	x	0,7	0,6	0,8	0,8
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	1,1	2,2	2,4
DPS	PLN	0,00	0,11	0,22	0,24
Liczba akcji na koniec okresu	mln	41,6	41,6	41,6	41,6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skonsolidowanych wyników za III kw. 2016 roku: 14 listopada

Katalizatory

1. Rosnący popyt na samochody luksusowe
2. Nowe modele w ofercie
3. Rozbudowa sieci własnych dealerów
4. Uruchomienie własnego serwisu blacharsko-lakierniczego podnoszącego rentowność
5. Sprzedaż samochodów używanych
6. Wysoka stopa dywidendy brutto
7. Wzrost wolumenów mieszkań w przedsprzedaży
8. Rosnące ceny mieszkań
9. Zmiana warunków udzielania kredytów
10. Sprzedaż budynku biurowego Prosta Tower
11. Sprzedaż obiektu magazynowego

Czynniki ryzyka

1. Zmiana/zakończenie umowy importerskiej
2. Rosnąca konkurencja w klasie samochodów luksusowych
3. Zmiany w strukturze sprzedaży w kierunku zwiększenia udziału tańszych modeli
4. Brak nowych, atrakcyjnych modeli w ofercie
5. Regulacje dot. ochrony środowiska
6. Kursy walutowe
7. Wolumen mieszkań sprzedawanych
8. Opóźnienia w realizacji kontraktów budowlanych
9. Zaostrzenie przez banki polityki udzielania kredytów hipotecznych
10. Podwyżka stóp procentowych
11. Nabycie gruntów po zawyżonych cenach

zysku brutto na sprzedaży Spółki może łatwo przekroczyć 20% w następnych 3-4 latach.

Marvipol jest także właścicielem nowoczesnego budynku biurowego Prosta Tower o powierzchni ponad 6 tys. powierzchni mkw. zlokalizowanego na warszawskiej Woli, który jest prawie w całości wynajęty. W 2015 roku Spółka wraz ze

strategicznym partnerem Panattoni Europe wybudowała dwa obiekty magazynowe o łącznej powierzchni najmu brutto (GLA) wynoszącej 45 402 mkw. Oba projekty zostały wystawione na sprzedaż, finalizacja transakcji jest przewidywana w 2017 roku. Oczekujemy, że w efekcie sprzedaży Spółka pozyska znaczące wolne środki, co z kolei może mieć pozytywny wpływ na jej notowania.

Spis treści

1. Opinia inwestycyjna	5
2. Wycena	8
2.1. Wycena Marvipolu	8
2.2. Wycena segmentu motoryzacyjnego	8
2.3. Marvipol Development	11
3. Struktura akcjonariatu	14
4. Otoczenie rynkowe	15
4.1. Rynek samochodowy	15
4.1.1. Jaguar Land Rover	15
4.1.2. Rynek motoryzacyjny w Europie	17
4.1.3. Rynek motoryzacyjny w Polsce	19
4.1.4. Perspektywy segmentu premium	21
4.2. Rynek mieszkaniowy	22
4.2.1. Wolumen sprzedaży	22
4.2.2. Podaż mieszkań	23
4.2.3. Ceny mieszkań	23
4.2.4. Demografia	23
4.2.5. Zniekształcenie wyników finansowych	24
4.2.6. Rynek powierzchni magazynowych	24
5. Model biznesowy i strategia	25
5.1. Podział Spółki	25
5.2. Segment motoryzacyjny	25
5.3. Segment deweloperski	27
5.3.1. Ekspansja banku gruntów	29
5.3.2. Efektywność sprzedaży	30
5.3.3. Finansowanie za pomocą zaliczek	30
5.3.4. Strategia	31
6. Wyniki finansowe i prognozy	32
6.1. Segment motoryzacyjny	32
6.1.1. Wyniki od początku br.	32
6.1.2. Prognozy finansowe wyników	33
6.2. Segment deweloperski	35
6.2.1. Wyniki od początku br.	35
6.2.2. Prognozy finansowe wyników	35
7. Sprawozdanie finansowe (MSSF, skonsolidowane)	37

1. Opinia inwestycyjna

- ▲ Marvipol jest deweloperem koncentrującym swoją działalność na warszawskim rynku mieszkaniowym oraz generalnym importerem i dealerem luksusowych samochodów marek Jaguar i Land Rover (JLR).
- ▲ Spółka zamierza rozdzielić segment motoryzacyjny i deweloperski. Proces rozdzielenia powinien zakończyć się w I kw. 2017 roku. Segment motoryzacyjny zostanie w Marvipolu SA, z nazwą zmienioną na BAH (British Automotive Holding), natomiast działalność deweloperska zostanie przeniesiona do Marvipolu Development.
- ▲ Wykorzystując metodę sumy części składowych otrzymaliśmy 12-miesięczną cenę docelową jednej akcji Marvipolu w wysokości 14,6 zł, 7,0 zł na akcję przypisaną BAH, a 7,6 zł na akcję przyszłej spółce Marvipol Development.
- ▲ Ponieważ nasza 12-miesięczna wycena docelowa jest wyższa od bieżącego kursu akcji rozpoczynamy wydawanie rekomendacji z fundamentalnym zaleceniem Kupuj w perspektywie długoterminowej i krótkoterminową rekomendacją relatywną Przeważaj.

BAH

Segment motoryzacyjny Spółki prosperuje dobrze, od początku roku liczba sprzedanych samochodów wyniosła 1 536 (+65% r/r). Tak imponujący wynik jest efektem wprowadzenia do oferty nowych modeli takich jak Land Rover Discovery Sport, Jaguar XE (2015) czy Jaguar F-Pace (I poł. 2016), a także przyzwoitej sprzedaży starszych modeli (Range Rover Sport, Range Rover Evoque, Range Rover). Zakładamy, że w 2016 roku wolumen sprzedaży osiągnie prawie 2 000 samochodów, a w 2020 około 3 000. Tempo wzrostu przychodów Spółki powinno być niższe od tempa wzrostu liczby samochodów sprzedanych. JLR planuje co roku wprowadzać do sprzedaży nowe modele, by wzmocnić obecność w niższym segmencie rynkowym. Dlatego też zakładamy spadek średniej ceny jednostkowej do 200 tys. zł w 2020 z 230 tys. zł w 2016.

Na rentowności Spółki negatywnie odbije się spadek marż realizowanych na samochodach sprzedanych z powodu oczekiwanych niższych cen, natomiast pozytywnie powinna oddziaływać tutaj rozbudowa sieci własnych dealerów i stacji obsługi. Rozbudowa sieci własnych dealerów powinna zwiększyć niezależność i samowystarczalność Spółki. Oczekujemy, że w ciągu kilku lat około połowa biznesu nie będzie bezpośrednio związana z umową importerską (obecnie jest to dwie trzecie).

Oczekujemy silnych przepływów pieniężnych generowanych przez segment motoryzacyjny Spółki i, co za tym idzie, wysokiej stopy dywidendy brutto.

Wykorzystując do wyceny BAH model DCF skorygowany o ryzyko i wycenę porównawczą otrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową równą 7,0 zł na akcję.

Tabela 1. BAH; Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane		2016P	2017P	2018P
Sprzedaż	<i>mln PLN</i>	571,4	628,1	678,0
EBITDA	<i>mln PLN</i>	40,3	43,1	47,6
EBIT	<i>mln PLN</i>	39,7	42,5	44,9
Zysk netto	<i>mln PLN</i>	30,3	32,7	34,2
EPS	<i>PLN</i>	0,73	0,79	0,82
Zmiana EPS r/r	<i>%</i>	22	8	5
Dług netto*	<i>mln PLN</i>	36,0	72,8	71,1
P/E	<i>x</i>	9,5	8,8	8,4
P/CE	<i>x</i>	13,4	12,4	11,2
EV/EBITDA	<i>x</i>	11,2	11,3	10,2
EV/EBIT	<i>x</i>	11,3	11,4	10,8
Stopa dywidendy brutto	<i>%</i>	5,5	3,1	3,4
DPS	<i>PLN</i>	0,39	0,22	0,24
Liczba akcji na koniec okresu	<i>mln</i>	41,6	41,6	41,6

**Z uwzględnieniem pełnego faktoringu (bez regresu)
Wskaźniki na podstawie naszej 12M EFV segmentu motoryzacyjnego
Źródło: szacunki DM BOŚ SA*

Marvipol Development

Rynek budownictwa mieszkaniowego przeżywa rozkwit. Od III kw. 2012 roku stale rośnie wolumen sprzedanych lokali. Wolumen sprzedaży 6 największych deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW w okresie I-II kw. 2016 narastająco wzrósł o 11% r/r. Pomiędzy II kw. 2015 a II kw. 2016 roku deweloperzy sprzedali 57,7 tysięcy lokali w 6 największych aglomeracjach, czyli prawie dwukrotnie więcej niż w całym 2012 roku. Mamy powody, by sądzić, że 2017 rok będzie równie dobry. Wysoki wolumen sprzedaży przypisujemy głównie wpływowi niskich stóp procentowych, migracji z obszarów wiejskich do aglomeracji miejskich i przekonaniu nabywców, że ceny mieszkań będą rosły. Ponadto uważamy, że utrzyma się silny popyt inwestycyjny zważywszy na niską rentowność depozytów w porównaniu ze stopą zwrotu z wynajmu.

Działalność deweloperska Marvipolu koncentruje się na środkowym segmencie lukratywnego warszawskiego rynku mieszkaniowego, który może się pochwalić sprzedażą ok. 20 tysięcy nowych mieszkań w ub. roku. Na koniec 2016 roku bank gruntów Marvipolu będzie wystarczający do zbudowania tylko w Warszawie 2 639 lokali w 9 projektach w ciągu 4,4 roku zakładając tempo sprzedaży mieszkań na poziomie ponad 600 lokali rocznie. Oferta Spółki jest zlokalizowana głównie w lewobrzeżnej Warszawie, gdzie jest umiejscowionych 8 projektów. Wart podkreślenia jest fakt, że wspomniane grunty zostały nabyte po niewygórowanych cenach, dzięki czemu marża zysku brutto na sprzedaży Spółki może łatwo przekroczyć 20% w następnych 3-4 latach.

Marvipol przyjął podejście oportunistyczne względem inwestycji. Spółka jest właścicielem budynku biurowego Prosta Tower o powierzchni ponad 6 tysięcy mkw. zlokalizowanego na warszawskiej Woli. Jest on wynajęty prawie w całości. W 2015 roku Spółka wraz ze strategicznym partnerem Panattoni Europe wybudowała dwa obiekty magazynowe o łącznej powierzchni najmu brutto (GLA) wynoszącej 44 764 mkw. Oba projekty zostały już wystawione na sprzedaż, finalizacja transakcji jest przewidywana w 2017 roku. Oczekujemy, że transakcje przyniosą znaczące wolne środki, co z kolei może mieć pozytywny wpływ na notowania Spółki.

Nasza 12-miesięczna cena docelowa Marvipolu Development to 7,6 zł na akcję.

Tabela 2. Marvipol Development; Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane		2016P	2017P	2018P
Sprzedaż	<i>mln PLN</i>	230,3	198,0	229,9
EBITDA	<i>mln PLN</i>	11,5	17,6	29,0
EBIT	<i>mln PLN</i>	9,1	15,3	26,6
Zysk netto	<i>mln PLN</i>	1,5	5,5	12,6
EPS	<i>PLN</i>	0,04	0,13	0,30
Zmiana EPS r/r	<i>%</i>	b.d.	269	129
Dług netto	<i>mln PLN</i>	116,2	214,8	266,8
P/E	<i>x</i>	211,9	57,4	25,1
EV/EBITDA	<i>x</i>	37,7	30,1	20,1
EV/EBIT	<i>x</i>	47,5	34,7	21,9
P/BV	<i>x</i>	1,1	1,1	1,0
EV/Sprzedaż	<i>x</i>	1,9	2,7	2,5
Stopa dywidendy brutto	<i>%</i>	0,0	0,0	0,0
DPS	<i>PLN</i>	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	<i>mln</i>	41,6	41,6	41,6

*Wskaźniki wyliczone przy naszej 12M wycenie segmentu
Źródło: szacunki DM BOS SA*

Kupuj, Przeważaj

Wykorzystując metodę sumy części składowych otrzymaliśmy 12-miesięczną cenę docelową jednej akcji Marvipolu w wysokości 14,6 zł. Ponieważ nasza 12-miesięczna cena docelowa jest wyższa od bieżącego kursu akcji (46% potencjał wzrostu) rozpoczynamy wydawanie rekomendacji z fundamentalnym zaleceniem Kupuj w perspektywie długoterminowej i krótkoterminową rekomendacją relatywną Przeważaj. Oczekiwane mocne wyniki finansowe w III kw. 2016 roku i wydzielenie dwóch podmiotów: BAH i Marvipol Development, powinno wspierać notowania Spółki.

2. Wycena

- ▲ 12-miesięczna wycena docelowa Marvipolu metodą sumy części składowych wynosi 14,6 zł na akcję.
- ▲ Wyceniamy segment motoryzacyjny na 7,0 zł na akcję, a segment deweloperski na 7,6 zł na akcję.
- ▲ Działalność Marvipolu Development na rynku mieszkaniowym wyceniamy za pomocą metody DCF FCFF.
- ▲ Do wyceny budynku biurowego Prosta Tower wykorzystujemy metodę stóp kapitalizacji.

2.1. Wycena Marvipolu

Wycena metodą sumy części składowych

Marvipol prowadzi dwa rodzaje działalności i ma zamiar dokonać ich wydzielenia do dwóch odrębnych podmiotów na początku przyszłego roku. Dlatego też przeprowadziliśmy oddzielne wyceny każdej działalności, a wartość całości wyceniliśmy metodą sumy części składowych, w której wyniku otrzymujemy 12-miesięczną wycenę docelową Marvipolu w wysokości 14,6 zł na akcję. Segment motoryzacyjny wyceniamy na 7,0 zł na akcję, a segment deweloperski na 7,6 zł na akcję.

2.2. Wycena segmentu motoryzacyjnego

Wycena DCF

Wyceniamy segment motoryzacyjny stosując model DCF skorygowany o ryzyko. Przyjmujemy betę równą 1, WACC w okresie rezydualnym równy 10%, a stopę wzrostu FCFF w okresie terminalnym równą 1%. W efekcie uzyskaliśmy wartość kapitału w wysokości 311 mln zł, co implikuje 7,5 zł na akcję. Zakładamy, że około dwie trzecie obecnej działalności Spółki generuje umowa importerska (ok. połowę w okresie terminalnym) i uwzględniamy ryzyko związane z potencjalnym wypowiedzeniem wspomnianej umowy, co może być efektem globalnej strategii JLR. Nasze założenia dotyczące ryzyka stoją pod dużym znakiem zapytania, jednak jesteśmy przekonani, że warto zastosować takie podejście.

Przeprowadziliśmy analizę wrażliwości naszego modelu finansowego Spółki w stosunku do głównych założeń. Wrażliwość wyceny na założenia w okresie rezydualnym (WACC i stopy wzrostu FCFF) wskazuje na wahania wyceny segmentu motoryzacyjnego w granicach 6,8-8,4 zł na akcję i na 7,5 zł na akcję jako wartość centralną.

Tabela 3. BAH; Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu											
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Podatek dochodowy	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział kapitału akcyjnego	90%	91%	93%	96%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	10%	9%	7%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Koszt długu po opodatkowaniu	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)											
Sprzedaż	628,1	678,0	718,6	763,2	809,1	854,6	898,9	950,0	1,004,6	1,062,8	1,124,9
zmiana r/r	9,9%	7,9%	6,0%	6,2%	6,0%	5,6%	5,2%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
EBIT	42,5	44,9	45,7	49,2	52,0	54,6	57,0	59,6	62,4	65,3	68,2
zmiana r/r	7,0%	5,8%	1,7%	7,7%	5,7%	5,0%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
NOPLAT	34,4	36,4	37,0	39,9	42,1	44,2	46,2	48,3	50,5	52,9	55,3
zmiana r/r	7,0%	5,8%	1,7%	7,7%	5,7%	5,0%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Amortyzacja	0,6	2,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Zmiana kapitału obrotowego	-3,1	-2,9	-2,3	-2,4	-3,1	-3,1	-3,0	-3,4	-3,7	-3,9	-4,2
Wydatki inwestycyjne	-57,5	-22,2	-2,6	-3,2	-3,2	-3,2	-3,5	-3,5	-3,4	-3,4	-3,5
FCFF	-25,6	13,9	35,7	37,7	39,4	41,5	43,2	44,9	46,9	48,9	50,9
FCFF skoryg. o ryzyko	-25,6	13,9	33,7	33,6	33,0	32,7	31,7	33,0	34,6	36,2	37,7
Prawdopodobieństwo utrzymania statusu importera	100%	100%	90%	80%	70%	60%	50%	50%	50%	50%	50%

Źródło: szacunki DM BOSZ SA

Tabela 4. BAH; podsumowanie wyceny DCF (mln PLN)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,5%
Wartość rezydualna	448,4
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	179,6
Bieżąca wartość FCFF	167,2
Wartość firmy	346,8
Dług netto*	36,0
Wartość kapitału akcyjnego	310,8
Liczba akcji (mln)	41,6
12M wartość kapitału akcyjnego na akcję (PLN)	7,5

*z uwzgl. pełnego faktoringu (bez regresu)

Źródło: szacunki DM BOSZ SA

Tabela 5. BAH; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym i średni ważony koszt kapitału (PLN)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%
0,0%	7,2	7,1	7,0	6,9	6,8
0,5%	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0
1,0%	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3
1,5%	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6
2,0%	8,4	8,2	8,1	8,0	7,9

Źródło: szacunki DM BOSZ SA

Wycena porównawcza

Przedstawiamy poniżej także wycenę porównawczą. W grupie porównawczej znaleźli się globalni dealerzy i dystrybutorzy. Mamy świadomość, że zwykle dystrybutorzy nie koncentrują się na współpracy z pojedynczym dostawcą, jednak naszym zdaniem warto przeprowadzić takie ćwiczenie. Warto zauważyć, że średnia marża EBITDA na 2016 rok dla dealerów wynosi 3%, w przypadku dystrybutorów jest to 5%. Połączona działalność powinna generować marżę EBITDA oscylującą wokół 8%, co jest spójne z EBITDA dla BAH. Wycena BAH metodą porównawczą wynosi 6,4 zł na akcję.

7,0 zł na akcję BAH

Średnia wyceny metodą DCF i wyceny porównawczej to **7,0 zł** na akcję.

Tabela 6. BAH; Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Dealerzy									
Asbury Automotive Group	9,0	8,8	8,4	6,7	6,4	b.d.	7,5	7,2	b.d.
China Harmony	7,7	6,7	5,5	3,4	2,7	2,1	3,8	3,0	2,2
Group 1 Automotive	8,2	7,8	7,9	4,9	6,2	b.d.	5,6	7,0	b.d.
Lithia Motors	12,4	11,4	10,7	7,5	6,8	b.d.	8,3	7,7	b.d.
Penske Automotive Group	11,5	10,6	10,0	8,4	7,9	b.d.	9,5	8,6	b.d.
Rush Enterprises	21,5	17,5	13,8	11,1	15,5	15,5	17,2	27,9	21,4
Sonic Automotive	9,1	8,5	7,8	5,9	5,0	5,4	7,9	6,6	6,7
Mediana	9,1	8,8	8,4	6,7	6,4	5,4	7,9	7,2	6,7
Dystrybutorzy									
Autonation	11,1	10,4	10,2	7,2	6,7	6,4	8,2	7,6	7,3
Berjaya Auto	12,9	12,6	10,6	8,4	7,9	6,6	8,4	8,3	6,8
Indomobil	15,2	13,5	9,6	20,2	19,0	13,9	62,3	54,8	31,4
Indus Motor	10,7	11,8	11,7	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Lookers	6,0	5,8	5,5	4,5	4,1	3,7	5,3	4,9	4,4
Inchcape	12,0	11,1	10,6	7,0	6,5	6,0	8,0	7,4	6,9
Dogus Otomotiv	8,3	6,8	5,7	8,4	7,2	6,8	9,4	8,0	7,4
Mediana	11,1	11,1	10,2	7,8	7,0	6,5	8,3	7,8	7,1
BAH	9,5	8,8	8,4	11,2	11,3	10,2	11,3	11,4	10,8
Implikowana wartość BAH na akcję w oparciu o wskaźniki dealerów samochodowych (PLN)	6,6	6,9	6,9	5,7	4,9	4,5	6,7	5,6	5,5
Średnia implikowana wartość BAH na akcję w oparciu o wskaźniki dealerów samochodowych (PLN)					5,9				
Implikowana wartość BAH na akcję w oparciu o wskaźniki dystrybutorów (PLN)	8,1	8,8	8,4	6,7	5,5	5,7	7,0	6,2	5,9
Średnia implikowana wartość BAH na akcję w oparciu o wskaźniki dystrybutorów (PLN)					6,9				
Średnia implikowana wartość BAH na akcję w oparciu o wskaźniki porównywalnych firm (PLN)					6,4				

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOS SA

Tabela 7. BAH; Analiza porównawcza

	Marża EBITDA			Marża EBIT			Marża netto		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Dealerzy									
Asbury Automotive Group	5%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
China Harmony	10%	10%	12%	8%	9%	11%	6%	6%	8%
Group 1 Automotive	3%	4%	4%	3%	3%	4%	1%	2%	1%
Lithia Motors	5%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
Penske Automotive Group	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Rush Enterprises	3%	4%	4%	2%	2%	3%	1%	1%	2%
Sonic Automotive	3%	3%	3%	2%	2%	3%	1%	1%	1%
Mediana	3%	4%	4%	3%	3%	4%	2%	2%	2%
Dystrybutorzy									
Autonation	5%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
Berjaya Auto	13%	12%	13%	13%	12%	13%	9%	9%	10%
Indomobil	4%	5%	6%	1%	2%	3%	1%	1%	2%
Indus Motor	b.d.	b.d.	b.d.	16%	12%	12%	11%	9%	9%
Lookers	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Inchcape	5%	6%	6%	5%	5%	5%	3%	3%	3%
Dogus Otomotiv	4%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	3%	3%
Mediana	5%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	3%	3%
BAH	7%	7%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOS SA

Tabela 8. BAH; Podstawowe dane finansowe

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	335,3	414,1	571,4	628,1	678,0	718,6	763,2	809,1	854,6	898,9	950,0	1 004,6	1 062,8
zmiana r/r	b.d.	23%	38%	10%	8%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%
Sprzedaż samochodów	262,3	306,6	451,3	497,5	537,6	569,6	604,8	643,3	681,4	718,4	761,3	807,3	856,4
Liczba samochodów sprzedanych (szt.)	1 132	1 234	1 965	2 251	2 527	2 783	3 072	3 364	3 668	3 983	4 303	4 651	5 030
zmiana r/r	b.d.	9%	59%	15%	12%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	8%	8%
Średnia cena	231 708	248 469	229 728	220 959	212 741	204 636	196 836	191 230	185 745	180 381	176 943	173 568	170 255
zmiana r/r	b.d.	7%	-8%	-4%	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%
Usługi	b.d.	45	56	65	73	79	87	92	97	102	108	114	120
zmiana r/r	b.d.	b.d.	24%	15%	12%	9%	9%	6%	6%	5%	6%	6%	6%
Sprzedaż części zamiennych	b.d.	57	59	61	63	64	66	68	70	72	75	77	79
zmiana r/r	b.d.	b.d.	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Pozostałe	b.d.	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	7	7
zmiana r/r	b.d.	b.d.	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	27,5	27,3	39,7	42,5	44,9	45,7	49,2	52,0	54,6	57,0	59,6	62,4	65,3
Marża EBIT	8,2%	6,6%	6,9%	6,8%	6,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%
Skor. EBIT	25,5	28,7	39,7	42,5	44,9	45,7	49,2	52,0	54,6	57,0	59,6	62,4	65,3
Skor. marża EBIT	7,6%	6,9%	6,9%	6,8%	6,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%
EBITDA	28,5	28,1	40,3	43,1	47,6	49,2	52,7	55,5	58,1	60,5	63,1	65,8	68,7
Marża EBITDA	8,5%	6,8%	7,1%	6,9%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%

 EBIT skoryg. o (i) odpisy aktualizujące zapasy w 2015, (ii) koszty, które należy przypisać dział motoryzacyjnej w 2014
 Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

2.3. Marvipol Development

Wyceniamy mieszkaniową część Marvipol Development za pomocą podejścia DCF FCFF. Wykorzystujemy w wycenie DCF założenie umiarkowanego wzrostu w okresie rezydualnym w wysokości 1% i betę równą 1,1. Są to uniwersalne założenia przyjmowane przez nas w wycenie deweloperów mieszkaniowych. Przy użyciu metody DCF wyceniamy biznes mieszkaniowy Marvipolu Development na 287,7 mln zł.

Przy wycenie budynku biurowego Prosta Tower stosujemy metodę kapitalizacji stóp. Dzielimy roczny zysk operacyjny netto (NOI) projektu przez stopę kapitalizacji (6,5%) i uzyskujemy 105,8 mln zł.

Obiekt magazynowy zlokalizowany w Konotopie wyceniamy w podobny sposób jak budynek biurowy, czyli stosując metodę kapitalizacji stóp. Dzielimy roczny zysk operacyjny netto (NOI) obiektu przez stopę kapitalizacji (8%) i uzyskujemy wartość udziału Spółki w wysokości 37 mln zł.

Przeprowadziliśmy również wycenę porównawczą wykorzystując do porównania pokrywanych przez DM BOŚ SA krajowych deweloperów mieszkaniowych. Naszą wycenę porównawczą opieramy na wskaźniku P/BV w 2016, 2017 i 2018. Analiza porównawcza skutkuje wyceną Marvipolu Development w wysokości 7,6 zł na akcję.

Nasza docelowa 12-miesięczna wycena Marvipolu Development wynosi ostatecznie **7,6 zł** na akcję.

Tabela 9. Analiza porównawcza (rynek lokalny)

	2016E	2017E	2018E
	P/BV	P/BV	P/BV
Dom Development	1,7	1,7	1,6
J.W. Construction	0,6	0,6	0,5
Robyg	1,4	1,3	1,2
Ronson	0,8	0,7	0,7
Mediana	1,1	1,0	0,9
Wartość księgowa Marvipolu Development (mln PLN)	295,2	300,7	313,3
Implikowana wartość kapitału akcyjnego Marvipolu Development (mln PLN)	327,7	305,0	294,9
Liczba akcji (mln)	41,6	41,6	41,6
Wartość na akcję kapitału akcyjnego Marvipolu Development (PLN)	7,89	7,34	7,10
Wartość na akcję kapitału akcyjnego Marvipolu (średnia) (PLN)	7,60		

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Wycena obiektu Konotopa (Industrial Center 37 Sp. z o.o.) (mln EUR)

Roczny NOI	2,3
Stopa kapitalizacji	7,5%
Wycena	30,7
Dług	18,0
Wartość kapitału akcyjnego	12,7
Udział Marvipolu w kapitale akcyjnym	68%
Wartość kapitału akcyjnego Marvipolu	8,6
Kurs EUR/ PLN (PLN)	4,3
Wartość projektu Konotopa (mln PLN)	37,0

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 11. Wycena budynku biurowego Prosta Tower (mln EUR)

Roczna NOI	1,6
Stopa kapitalizacji	6,5%
Wycena	24,6
Kurs EUR/ PLN (PLN)	4,300
Wartość Prosta Tower (mln PLN)	105,8

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 12. Podsumowanie wyceny Marvipolu Development metodą sumy części (mln PLN)

Wartość dział. mieszkaniowej	287,7
Wartość budynku biurowego Prosta Tower	105,8
Wartość obiektów magazynowych w Konotopie (współwłasność z Panattoni)	37,0
Dług netto na koniec 2016P	116,2
Wartość kapitału akcyjnego Marvipolu Development	314,4
Liczba akcji	41,6
Wartość na akcję kapitału akcyjnego Marvipolu Development (PLN)	7,6

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 13. Marvipol Development; Wycena DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	>2026P
Sprzedaż mieszkaniowa	189,7	221,6	389,1	345,2	411,0	423,5	436,3	449,4	463,0	477,0	
zmiana r/r	-15%	17%	76%	-11%	19%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBIT na dział. mieszkaniowej	-0,1	19,7	58,2	53,1	49,9	52,3	54,8	57,4	60,1	62,9	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	195%	-9%	-6%	5%	5%	5%	5%	5%	
Efektywna stopa opodatkowania gotówki (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBIT * (1-T)	-0,1	16,0	47,2	43,0	40,4	42,4	44,4	46,5	48,7	50,9	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	195%	-9%	-6%	5%	5%	5%	5%	5%	
EBITDA	2,2	22,1	60,6	55,5	52,3	54,7	57,2	59,8	62,5	65,3	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	174%	-8%	-6%	5%	5%	5%	4%	4%	
Amortyzacja	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	
EBIT * (1-T) + D	2,3	18,3	49,5	45,4	42,8	44,8	46,8	48,9	51,1	53,3	
zmiana r/r	b.z.	710%	170%	-8%	-6%	5%	5%	4%	4%	4%	
Wydatki inwestycyjne	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Zmiana kapitału obrotowego	-104,1	-64,5	39,5	-60,9	12,7	-10,7	-10,8	-11,0	-6,6	-6,0	
Wpływy z emisji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	-104,2	-48,6	86,6	-18,0	53,0	31,7	33,5	35,4	42,0	44,8	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	-40%	6%	6%	19%	7%	1%
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Lewarowana beta	1,62	1,74	1,44	1,57	1,48	1,44	1,41	1,38	1,34	1,28	1,28
Wymagana stopa zwrotu	12,6%	13,2%	11,7%	12,3%	11,9%	11,7%	11,6%	11,4%	11,2%	10,9%	10,9%
Koszt długu											
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Średni ważony koszt kapitału											
Waga długu	59%	72%	39%	53%	42%	39%	35%	31%	27%	20%	20%
Waga kapitału akcyjnego	41%	28%	61%	47%	58%	61%	65%	69%	73%	80%	80%
Koszt kapitału własnego	12,6%	13,2%	11,7%	12,3%	11,9%	11,7%	11,6%	11,4%	11,2%	10,9%	10,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Średni ważony koszt kapitału	8,1%	7,2%	9,1%	8,4%	8,9%	9,1%	9,2%	9,3%	9,5%	9,7%	9,7%
Współczynnik dyskonta	1,02	1,09	1,19	1,29	1,41	1,54	1,68	1,83	2,01	2,20	
Czynnik dyskonta	0,98	0,91	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,45	
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-102,2	-44,4	72,6	-13,9	37,7	20,6	20,0	19,3	20,9	20,4	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych											50,9
Waga długu w okresie rezydualnym											20%
Waga kapitału akcyjnego w okresie prognozy											80%
Średni koszt kapitału w okresie prognozy											11,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie prognozy											8,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											9,7%
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym											1,0%
Wartość rezydualna											521,6
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											236,8
Wartość dział. mieszkaniowej Marvipolu											287,7

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

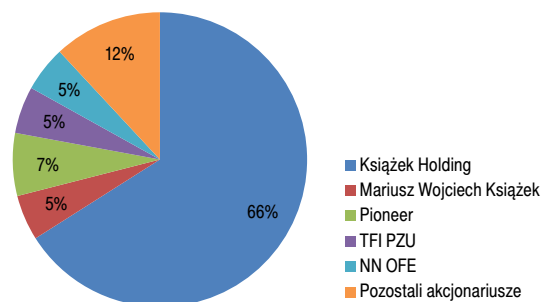
3. Struktura akcjonariatu

- ▲ 71% udział w rękach Mariusza Książka, 17% w posiadaniu finansowych instytucji, pozostałe 12% – pozostali akcjonariusze.

Free float: 29%

Mariusz Książek kontroluje 71% Spółki. Pioneer, TFI PZU i OFE NN to trzech kluczowych inwestorów finansowych, którzy kontrolują 17% akcji Spółki, a 12% należy do pozostałych akcjonariuszy.

Wykres 1. Marvipol; Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka

4. Otoczenie rynkowe

- ▲ Jaguar Land Rover (JLR) to producent samochodów z siedzibą w Wlk. Brytanii charakteryzujący się szczególnym naciskiem na inwestycje. Jego strategia zakłada wprowadzanie co roku nowych modeli, co pozwala na zwiększanie wolumenu sprzedaży. Segment detaliczny generuje około połowę sprzedaży JLR, za pozostałą sprzedaż odpowiada segment hurtowy.
- ▲ Od początku roku liczba rejestracji nowych samochodów osobowych w UE wyniosła 9 787 760, co implikuje 8,1% wzrost r/r, przy czym w odniesieniu do średniego segmentu samochodów luksusowych wzrost był wyższy i osiągnął 9% r/r. Najbardziej wzrosła sprzedaż w Hondzie (+31% r/r) i Jaguar Land Rover, który pomiędzy styczniem a sierpniem br. zanotował 30% wzrost liczby zarejestrowanych nowych samochodów swoich marek do 138 894 sztuk.
- ▲ W Polsce liczba zarejestrowanych nowych samochodów w okresie styczeń – sierpień br. wyniosła 347 342 (+18% r/r), co implikuje dynamikę wyższą od średniej dla UE. W omawianym okresie JLR sprzedał w Polsce ponad 1 500 samochodów (+65% r/r).
- ▲ Samar oczekuje, że do końca 2016 roku liczba zarejestrowanych nowych samochodów na polskim rynku osiągnie 485 tysięcy (+19% r/r).
- ▲ Według naszych szacunków, wolumen sprzedaży nowych mieszkań w 2017 roku będzie zbliżony do tegorocznego.
- ▲ Podaż mieszkań może lekko wzrosnąć, jednak spodziewamy się, że na rynku utrzyma się równowaga.
- ▲ Silna sprzedaż detaliczna w połączeniu z rozbudową sieci detalicznych powinny w dalszym ciągu wspierać popyt na nowe obiekty magazynowe.

4.1. Rynek samochodowy

4.1.1. Jaguar Land Rover

JLR – ponad pół miliona sprzedanych samochodów

Jaguar Land Rover jest największym producentem samochodów w Wlk. Brytanii, którego właścicielem jest indyjska spółka Tata Motors. Do największych osiągnięć JLR w roku obrotowym 2016 można zaliczyć: (i) wprowadzenie na rynek 3 nowych produktów adresowanych do większej grupy klientów, (ii) zdobycie 150 nagród, (iii) wyposażenie pojazdów w aplikację Android Wear umożliwiającą zdalne kontrolowanie funkcjonalności samochodu, (iv) nową technologię In-Motion umożliwiającą tworzenie aplikacji i usług usprawniających kontrolę warunków drogowych.

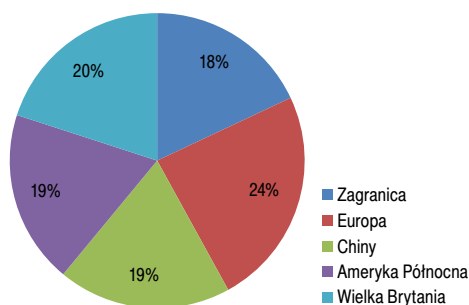
Rozbudowa portfela produktów

Trzy najnowsze modele w ofercie JLR to Jaguar XE i F-Pace oraz Land Rover Discovery Sport. Pierwszy jest krokiem w kierunku średniego segmentu sedanów, który jest silnie konkurencyjny, drugi to pierwszy crossover Jaguara adresowany do klientów, którzy pragną połączenia SUV z sylwetką i osiągami samochodu sportowego, a ostatni wchodzi w miejsce Freelandera i Defendera, których produkcja została zakończona.

Wyniki roku obrotowego 2016...

W roku obrotowym 2016 grupa JLR sprzedała w skali globalnej 521 571 samochodów (+13% r/r), w tym 94 449 pojazdów marki Jaguar (+23% r/r) i 427 122 marki Land Rover (+11% r/r).

Wykres 2. JLR; Sprzedaż detaliczna w zależności od regionu (rok obrotowy 2016)



Źródło: Jaguar Land Rover Automotive PLC, Raport roczny 2015-2016

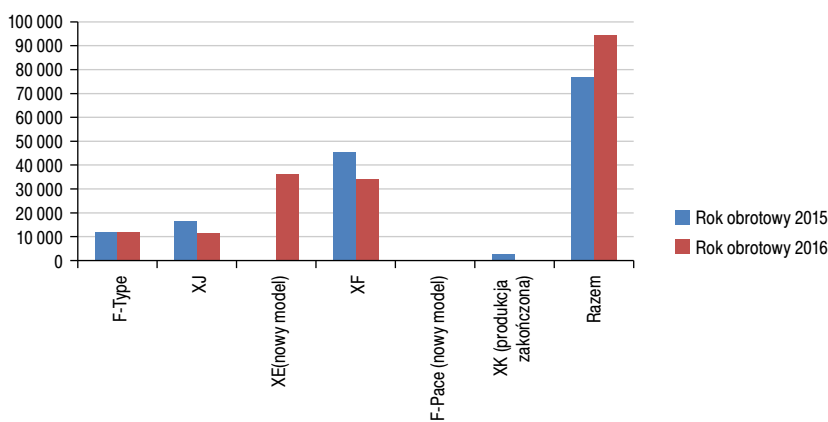
.... wyniki w ujęciu geograficznym

Ubiegłoroczną wysoką sprzedaż detaliczną JLR w Wlk. Brytanii, Ameryce Północnej i Europie do pewnego stopnia stonowały słabsze wyniki w Chinach. Lepszą sprzedaż w Wlk. Brytanii i Europie firma zawdzięcza powodzeniu modeli XE i Discovery Sport i utrzymującemu się popytowi na Range Rover Evoque. Na rynku europejskim dobrze sprzedawały się także modele Range Rover i Range Rover Sport. Natomiast siłą napędową sprzedaży w Ameryce Północnej były przede wszystkim modele Discovery Sport, Discovery i Range Rover oraz Jaguar XF i F-Type; model XE został wprowadzony na tamtejszy rynek dopiero w maju 2016. W ciągu pierwszych 9 miesięcy 2015 roku sprzedaż w Chinach była słabsza, co odzwierciedlało gorsze warunki gospodarcze, a także było spowodowane harmonogramem premier nowych modeli ustalonym w taki sposób, by poprawić wyniki ostatniego kwartału. 19% wzrost r/r był efektem sukcesu wprowadzonych marek i dużego popytu na produkowany lokalnie model Discovery Sport, a także rosnącej sprzedaży modelu Evoque produkowanego przez China Joint Venture. Nowy Jaguar XE i Land Rover Discovery Sport nadawały ton sprzedaży, przy słabszych wynikach innych modeli.

Jaguar

Sprzedaż detaliczna marki Jaguar w roku obrotowym wzrosła o 23% r/r pod wpływem wprowadzenia nowego modelu XE w maju 2015. Sprzedaż modeli XF i XJ spadała w konsekwencji (i) wprowadzenia XF nowej generacji, który trafił na rynek we wrześniu 2015 roku oraz (ii) wejścia na rynek w grudniu 2015 wersji XJ po niewielkim liftingu. Sprzedaż modelu F-Type utrzymywała się na mocnym poziomie w całym roku. W roku obrotowym 2015 zaprzestano produkcji modelu XK, a nowy luksusowy SUV model F-Pace wszedł na rynek wiosną 2016 roku. Nowa generacja XF i XJ po liftingu zadebiutowały na chińskim rynku odpowiednio w grudniu 2015 i styczniu 2016 roku. Model XE pojawił się na rynku w Ameryce Północnej wiosną 2016 roku.

Wykres 3. JLR; Jaguar – sprzedaż detaliczna poszczególnych modeli



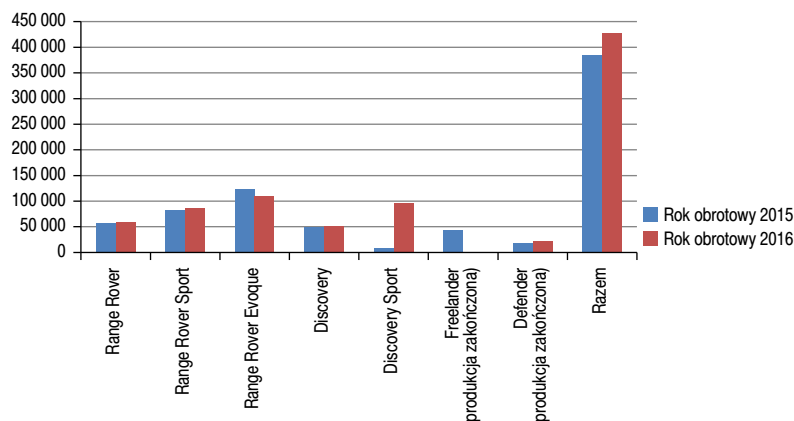
Źródło: Jaguar Land Rover Automotive PLC, Raport roczny 2015-2016

Land Rover

W roku obrotowym 2016 wolumen sprzedaży marki Land Rover zwiększył się o 11% r/r przede wszystkim dzięki trwałemu sukcesowi modelu Discovery Sport, który zastąpił poprzednika – model Freelander – w 2015 roku. Także modele o ustabilizowanej pozycji na rynku takie jak Discovery, Range Rover i Range Rover Sport notowały w roku obrotowym 2016 dalszy wzrost sprzedaży r/r. W Europie,

Wlk. Brytanii i Ameryce Północnej rosta sprzedaż modelu Evoque, natomiast niższa jego sprzedaż w Chinach pod wpływem przeniesienia produkcji do China Joint Venture w połączeniu ze słabszą kondycją gospodarki chińskiej skutkowałą 11% spadkiem r/r w omawianym okresie. China Joint Venture sprzedała 31 765 samochodów w roku obrotowym 2016, w tym sprzedaż modelu Evoque (od lutego 2015) i Discovery Sport (od listopada 2015) wyniosła odpowiednio 21 833 i 9 932 sztuk.

Wykres 4. JLR; Land Rover – sprzedaż detaliczna poszczególnych modeli (rok obrotowy 2016)



Źródło: Jaguar Land Rover Automotive PLC, Raport Roczny 2015-2016

Zyski

Pomimo rekordowej sprzedaży (+13% r/r) zysk netto JLR w ub. roku spadł o 40% r/r. Takie pogorszenie przypisujemy warunkom rynkowym w I połowie roku, głównie na rynku chińskim, zmianie w strukturze modeli oraz realizowanym inwestycjom. Rynek samochodowy w Chinach rozwijał się wolniej niż zakładały wcześniejsze oczekiwania i w efekcie wielu firmom motoryzacyjnym nie udało się zrealizować celów sprzedażowych. W 2015 roku JLR wprowadził na rynek model Jaguar XE, zaprojektowany by konkurować w segmencie premium z pojazdami marki Audi i BMW. Jednak ten model realizował niższe marże niż starsze modele JLR.

Cele

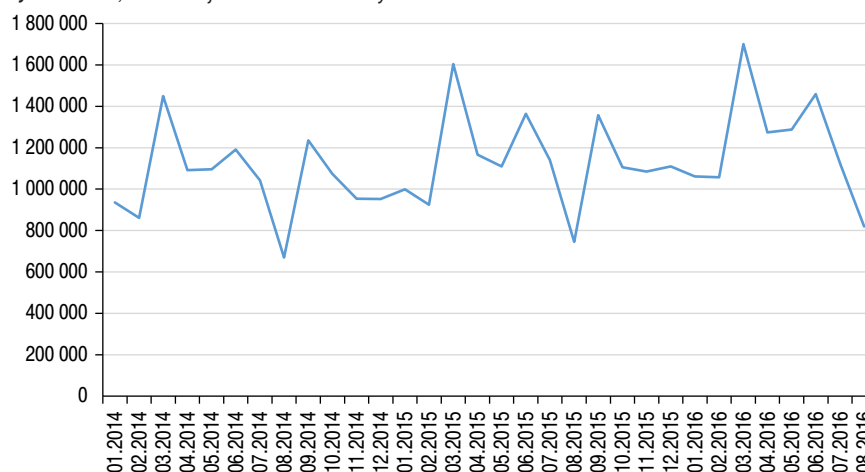
Jako przyszłe cele JLR stawia sobie: (i) stworzenie nowego modelu Range Rover Evoque Convertible, (ii) osiągnięcie neutralnego statusu względem emisji dwutlenku węgla w procesie produkcji, zerowa ilość odpadów, (iii) produkcję pojazdów zajmujących pozycję lidera w swoich segmentach, (iv) do 2020 roku wykorzystywanie w produkcji do 75% wtórnego aluminium (pochodzącego z recyklingu) oraz (v) redukcją emisji CO₂ o dalsze 25% do 2020. Jednocześnie Grupa musi stawić czoła zniżkującemu zainteresowaniu pojazdami z silnikiem diesla, które stanowią około 70% sprzedaży Grupy. Oczekuje się, że sprzedaż samochodów z silnikiem diesla będzie spadała w długim okresie, częściowo z powodu przepisów dotyczących jakości powietrza, które zmuszą producentów do ograniczania produkcji samochodów z silnikami diesla, a po części z powodu większej świadomości konsumentów odnośnie emisji gazów cieplarnianych, po skandalu spalinowym Volkswagena.

Strategia JLR zakłada inwestowanie w nowe produkty, nową technologię i wzrost mocy produkcyjnych. W 2017 roku planowane są inwestycje o wartości 3,75 mld GBP (ok. +20% r/r). Firma zamierza utrzymać bieżące wyniki sprzedaży w oparciu o sukces rynkowy ostatnich modeli oraz zwiększyć sprzedaż Jaguara F-Pace, XF, Land Rovera Evoque Convertible. Zostaną również zapowiedziane nowe modele. JLR zakłada, że nowe produkty będą napędzały wzrost wolumenu sprzedaży, co z kolei pozwoli na generowanie operacyjnych przepływów pieniężnych, które będą finansować dalsze inwestycje.

4.1.2. Rynek motoryzacyjny w Europie

Rosnąca sprzedaż nowych samochodów w UE

W ciągu pierwszych 8 miesięcy 2016 roku liczba rejestracji nowych samochodów osobowych w UE wyniosła 9 787 760, co implikuje 8,1% wzrost r/r. Wszystkie większe rynki zanotowały wzrost sprzedaży, przy czym największą dynamikę wykazał Cypr, a na drugim biegunie z ujemną dynamiką znalazła się Holandia.

Wykres 5. UE; Nowe zarejestrowane samochody osobowe


Źródło: European Automobile Manufacturers Association - Europejskie Stowarzyszenie Producentów Samochodów

Segment premium rośnie szybciej od rynku

Średni segment samochodów luksusowych osiągnął w I pół. 2016 roku 9% wzrost r/r (łącznie 302 798 sztuk). Według JATO Dynamics, wzrost napędzała sprzedaż Audi A4, Jaguara XE i BMW seria 4 Gran Coupe. W oparciu o dobre I półrocze LMC Automotive zaprognozował końcowy wolumen w segmencie w br. na 729 000 sztuk (+11% r/r) i oczekuje w 2017 roku dalszego wzrostu do 750 000, a Audi A4 i BMW seria 3 powinny mieć 4,6% udziału rynkowego. Zdaniem LMC, sprzedaż w tym segmencie do 2020 roku wzrośnie do 760 tys. samochodów, by się na tym poziomie ustabilizować.

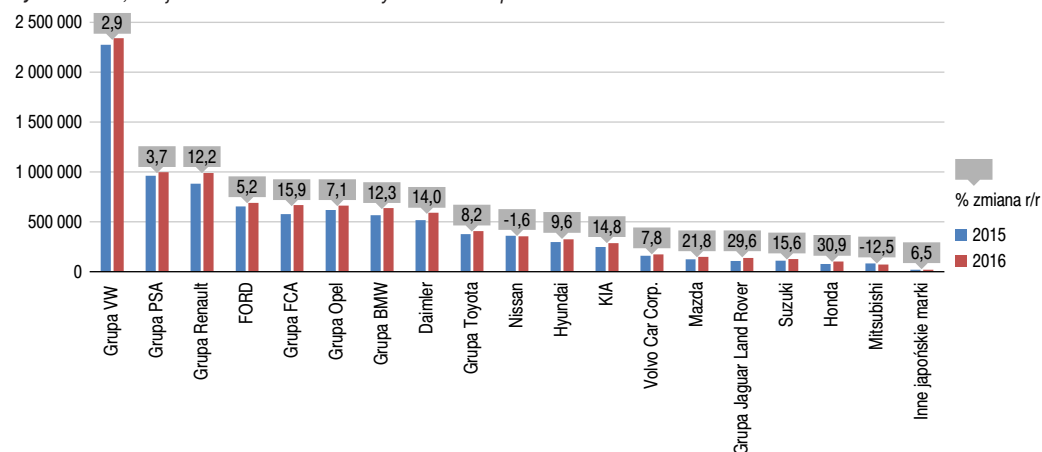
Tabela 14. Najlepiej sprzedające się w Europie samochody luksusowe średniej wielkości

	1P16	Zmiana r/r
Audi A4	85 467	29%
BMW 3 series	75 434	2%
Mercedes C class	74 998	-12%
Volvo V60	22 094	1%
BMW4-series Gran Coupe	19 321	14%
Jaguar XE	14 120	473%
Volvo S60	4 694	-7%
Lexus IS	3 360	-18%
Alfa Romeo Giulia	1 663	b.d.
Infiniti Q50	1 379	-13%

Źródło: JATO Dynamics

Z danych JATO wynika, że modele premium miały 46% udział w łącznej sprzedaży segmentu średniego w Europie (45% w I pół. 2015). Wzrost ten zaowocował zwiększeniem presji na producentów popularnych marek i modeli takich jak Volkswagen Passat, Ford Mondeo, Opel/Vauxhall Insignia i Skoda Superb. Według danych JATO, w I pół. 2016 wolumen sprzedaży segmentu średniego wyniósł 347 841 sztuk (+5,5% r/r).

Wykres 6. UE; Zarejestrowane nowe samochody w rozbiściu na producenta



Źródło: European Automobile Manufacturers Association

Imponująca dynamika sprzedaży Grupy JLR

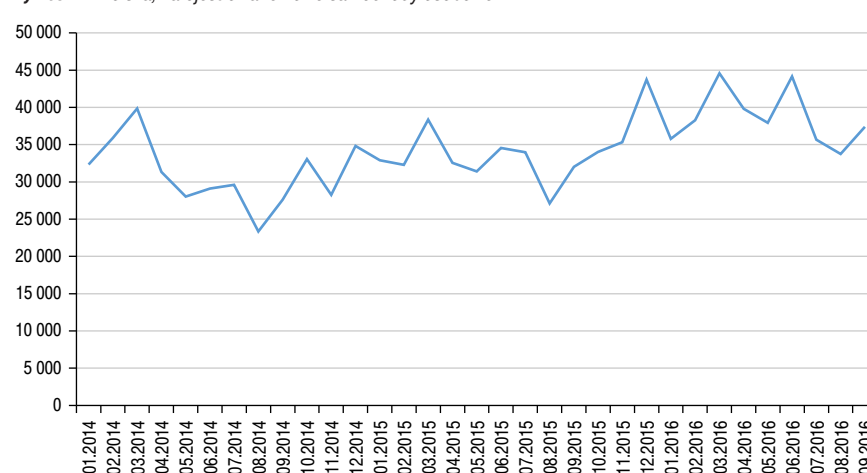
Najbardziej wzrosła sprzedaż w Hondzie (+30,9% r/r) i Jaguar Land Rover, który pomiędzy styczniem a sierpniem br. zanotował 29,6% wzrost r/r liczby zarejestrowanych nowych samochodów swoich marek do 138 894 sztuk. Samochody JLR stanowiły 1,4% wszystkich zarejestrowanych samochodów w UE w omawianym okresie.

4.1.3. Rynek motoryzacyjny w Polsce

Silna dynamika

W Polsce liczba zarejestrowanych nowych samochodów w okresie styczeń – sierpień br. wyniosła 347 342 (+18% r/r), co implikuje dynamikę wyższą od średniej dla UE. W 2015 roku dynamika była równie mocna, sprzedano 408 260 nowych samochodów (+9,6% r/r). Samar oczekuje, że do końca 2016 roku liczba zarejestrowanych nowych samochodów na polskim rynku osiągnie 485 tysięcy (+19% r/r)

Wykres 7. Polska; Zarejestrowane nowe samochody osobowe



Źródło: Samar

Segment samochodów premium

Rynek samochodów premium w Polsce w 2015 roku rósł w tempie 21% r/r, czyli wyraźnie szybciej niż cały rynek. Wzrost sprzedaży popularnych marek wyniósł 7%, a wolumen sprzedaży marek premium stanowił 11% sprzedaży łącznej. W 2015 roku w Polsce było zarejestrowane 40 tys. samochodów premium i luksusowych. Największy wzrost sprzedaży był udziałem Lexusa i Jaguara, głównie za sprawą nowych modeli. W 2014 roku szybki wzrost sprzedaży samochodów premium był efektem zmian przepisów odnoszących się do możliwości odpisania pełnej stawki VAT w przypadku rejestracji samochodu jako vana. W 2015 było o 90% mniej rejestracji takich samochodów (-23 tys.), a popyt na samochody premium rósł pomimo zmian przepisów.

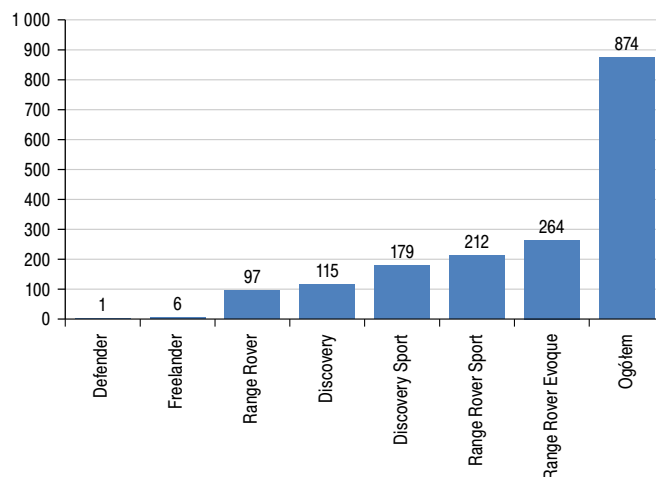
Tabela 15. Polska; Ranking samochodów luksusowych ze względu na liczbę zarejestrowanych pojazdów

Miejsce	Marka	2014	2015	Wzrost r/r
1	BMW	7 720	9 552	24%
2	Mercedes-Benz	6 770	8 429	25%
3	Audi	7 020	8 014	14%
4	Volvo	5 838	6 821	17%
5	Lexus	1 726	2 519	46%
6	Mini	901	1 129	25%
7	Land Rover	752	874	16%
8	Porsche	709	861	21%
9	Infiniti	412	378	-8%
10	Jaguar	179	267	49%
	Łącznie	32 027	38 844	21%

Źródło: Premiummoto.pl

Land Rover

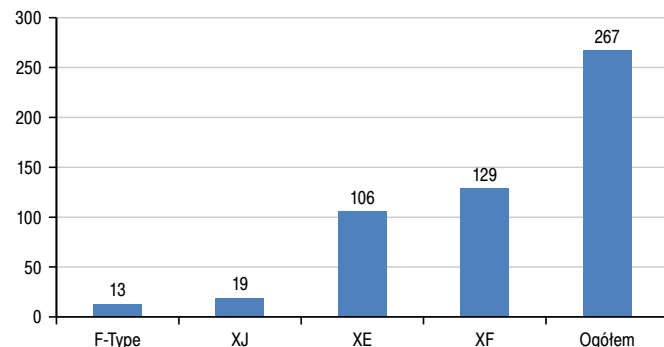
W 2015 sprzedaż marki Land Rover w Polsce wyniosła 874 nowych samochodów (+16% r/r). Najlepiej sprzedającym się modelem był mały SUV, Range Rover Evoque, zaraz za nim uplasował się dużo większy Range Rover Sport. Modele Land Rovera często są rejestrowane jako van.

Wykres 8. Polska; Sprzedaż marki Land Rover w 2015


Źródło: Premiummoto.pl

Jaguar

W 2015 roku Jaguar sprzedał 267 nowych samochodów (+49% r/r). Najlepiej sprzedającym się modelem był FX, będący konkurencją dla BMW 5 czy Audi A6.

Wykres 9. Polska; Sprzedaż marki Jaguar w 2015


Źródło: Premiummoto.pl

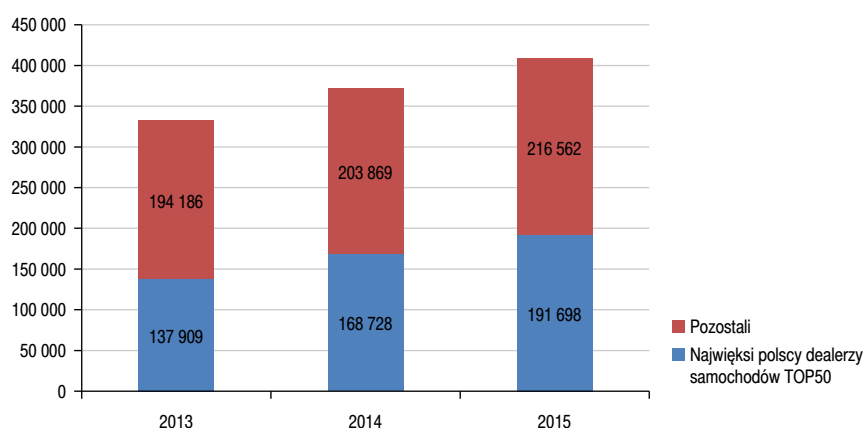
Perspektywy wzrostu

Uważamy, że sprzedaż nowych samochodów premium w Polsce będzie nadal rosła, zgodnie z trendami globalnymi. Nabywcy tej klasy samochodów są mniej wrażliwi na cenę i większą uwagę poświęcają usługom i gwarancjom posprzedawnym oraz jakości. W okresie styczeń-wrzesień 2016 sprzedaż marek Jaguar i Land Rover osiągnęła odpowiednio 1 042 i 494 sztuki.

Konsolidacja dealerów

Pod koniec ub. roku w Polsce było nieco powyżej 800 dealerów samochodowych, którzy prowadzili ok. tysiąca autoryzowanych punktów sprzedaży. W 2015 roku wzrost sprzedaży największych polskich dealerów samochodów z listy TOP50 wyniósł 14,2% r/r; sprzedali oni łącznie 47% wszystkich samochodów w ub. roku w porównaniu z 42% w 2014, co jest dowodem na procesy konsolidacji zachodzące na polskim rynku, gdyż większe podmioty są w stanie negocjować lepsze warunki z producentami samochodów. Większy dealerzy są mniej podatni na chwilowe załamania popytu (na przykład pod wpływem spowolnienia gospodarki). Poza tym rośnie średnia liczba punktów sprzedaży pojedynczego dealera. Procesy konsolidacji w branży dealerów samochodowych na polskim rynku spowodowały wzrost udziału dealerów mających w ofercie wiele marek. Oferta uwzględniająca samochody różnych marek pozwala na dywersyfikację ryzyka, zatem prawdopodobna jest kontynuacja tej tendencji. Sytuacja może wyglądać inaczej w segmencie samochodów premium, gdzie producenci wymagają od dealera sprzedaży samochodów jednej marki. Ponadto, w związku z widoczną w ostatnich latach intensyfikacją importu do Polski samochodów używanych segment premium stał się bardzo atrakcyjny dla dealerów.

Wykres 10. Polska; Sprzedaż nowych samochodów – struktura rynkowa



Źródło: Samar

Dealerzy przez Internet

Internetowi dealerzy samochodów odpowiadają za jedną piątą sprzedaży we Francji, w Niemczech jest to udział jednocyfrowy. Transakcje przez Internet stają się coraz bardziej popularne, gdyż w porównaniu z tradycyjnymi dealerami, dealerzy internetowi przyciągają znacznymi upustami cenowymi. W Polsce ta droga sprzedaży samochodów jeszcze się nie rozwinęła, jednak patrząc na rozwój rynku e-commerce sądzimy, że dealerzy samochodowi działający w Internecie mogą zwiększyć udział w sektorze. Model sprzedaży bezpośredniej wdrażany przez Teslę wzbudził czujność dealerów samochodowych w Stanach. Należy się spodziewać jakiejś reakcji ze strony sprzedawców i producentów samochodów. Lexus przeprowadził eksperyment w Stanach polegający na tym, że zgłosiło się 12 dealerów, którzy zgodzili się zaoferować potencjalnym nabywcom stałą cenę (bez targowania się) na całą linię marki Lexus. Niedawno Mini i Tesla skorzystali z sukcesem z wprowadzenia stałych (bez negocjowania) cen.

4.1.4. Perspektywy segmentu premium

Rosnący popyt, ale...

Według Global Insight, do podstawowych bodźców wzrostu segmentu samochodów premium należy wzrost liczby milionerów na świecie. Oczekuje się, że w ciągu 10 lat podwoi się liczba gospodarstw domowych, których dochód przekroczy 1 mln USD, w stosunku do 18,5 mln w 2015 roku. Global Insight oczekuje, że rynki rozwijające się będą stanowić czynniki napędzające wzrost w przypadku producentów samochodów klasy premium.

... przepisy ochrony środowiska

Jedną z istotnych barier rozwoju segmentu premium w Europie jest ustawodawstwo unijne dotyczące emisji dwutlenku węgla przez nowe samochody osobowe.

Samochody odpowiadają za około 12% łącznej emisji dwutlenku węgla, głównego gazu cieplarnianego, w UE. Unijne ustawodawstwo ustala obowiązujące limity emisji dwutlenku węgla przez nowe samochody. Przepisy te stanowią fundamenty strategii UE zmierzającej do poprawy parametrów oszczędności paliwa w samochodach.

Zgodnie z wymogami prawa, w 2015 nowe samochody rejestrowane w UE nie powinny emitować więcej niż 130 gramów CO₂/km, co oznacza zużycie ok. 5,6 l na 100 km w przypadku benzyny lub 4,9 l dla oleju napędowego. Średni poziom emisji spalin nowego samochodu sprzedanego w 2014 roku wynosił 123,4 g CO₂/km, czyli znacząco mniej niż ustalony na 2015 cel.

Do 2021 średni poziom emisji w wysokości 95 g CO₂/km powinien obowiązywać we wszystkich samochodach, co oznacza zużycie paliwa 4,1 l/km w przypadku benzyny i 3,6 l/km dla oleju napędowego. Porównując docelowe wartości z 2015 i 2012 stanowi to redukcję odpowiednio o 18% i 40% względem średniej z 2007 roku w wysokości 158,7 g/km.

Jeśli średnia emisja CO₂ samochodów danego producenta przekracza limit, producent musi zapłacić opłatę z tytułu przekroczenia poziomu emisji za każdy zarejestrowany samochód. Opłata wynosi (i) 5 EUR za każdy pierwszy gram/km przekroczony, (ii) 15 EUR za drugi g/km przekroczony, (iii) 25 EUR za każdy trzeci g/km przekroczony oraz (iv) 95 EUR za każdy następny. Od 2019 roku koszt za każdy pierwszy i następny gram/km ponad limit wyniesie 95 EUR.

Innowacyjne technologie mogą pomóc w obniżeniu emisji, ale w niektórych przypadkach nie jest możliwa demonstracja efektów ograniczenia emisji CO₂, którą zapewni nowa technologia, podczas procedury zatwierdzania rodzaju pojazdu. By zachęcić producentów do stosowania innowacji proekologicznych będzie można przyznawać im tzw. kredyty emisyjne odpowiadające ograniczeniu emisji rzędu 7 g/km rocznie, jeśli użyją w samochodach technologii innowacyjnych opartych na danych niezależnie zweryfikowanych. Te kredyty za proekologiczne innowacje zostaną utrzymane jako docelowy standard w 2021 roku.

Przepisy dają producentom samochodów dodatkową motywację do produkcji pojazdów o wyjątkowo niskiej emisji CO₂ (poniżej 50 g/km). Każdy niskoemisyjny samochód jest liczony jako (i) 3,5 samochodu w 2012 i 2013 roku, (ii) 2,5 w 2014, (iii) 1,5 w 2015, (iv) jeden od 2016 do 2019. Superkredyty mają również zastosowanie w II etapie ograniczania emisji, od 2020 do 2023 roku. Każdy niskoemisyjny samochód będzie liczony jako (i) 2 samochody w 2020 roku, (ii) 1,67 w 2021, (iii) 1,33 w 2022, oraz (iv) jeden od 2023. W tym drugim kroku zostanie nałożone ograniczenie obowiązujące przez 3 lata odnośnie udziału w docelowych 7,5 g/km.

Limity emisji CO₂ są ustalane na podstawie masy pojazdu z użyciem krzywej wartości granicznych, co oznacza, że cięższe pojazdy mają przyznaną wyższą emisję niż pojazdy lżejsze. Jedynie średnia emisja dla całej floty jest określona, dlatego producenci mają ciągle możliwość produkcji pojazdów, których emisja przekracza krzywą pod warunkiem że równoważą ją samochody, których emisja znajduje się poniżej krzywej. Przepisy środowiskowe mogą negatywnie wpłynąć na nowe modele w segmencie premium, gdzie szczególnie popularne są wysokoemisyjne i wysokoprężne silniki, i wymusić na producentach ofertę bardziej energooszczędnych modeli.

4.2. Rynek mieszkaniowy

4.2.1. Wolumen sprzedaży

Należy na wstępie zauważyć, że głównym katalizatorem w przypadku kursów akcji deweloperów mieszkaniowych jest liczba mieszkań sprzedanych. Podczas ostatniego załamania rynku najniższy poziom wolumenu sprzedaży zanotowano w II kw. 2012 roku. Wtedy także kursy akcji deweloperów mieszkaniowych osiągnęły swoje minimum. Od III kwartału 2012 roku obserwujemy nieprzerwany wzrost liczby lokali sprzedanych. W I i II kw. 2016 roku wolumen sprzedaży 6 największych deweloperów notowanych na GPW wzrósł o 11% r/r. Pomiędzy II kw. 2015 a II kw. 2016 roku deweloperzy sprzedali 57,7 tysięcy lokali w 6 największych aglomeracjach, czyli prawie dwukrotnie więcej niż w całym 2012 roku.

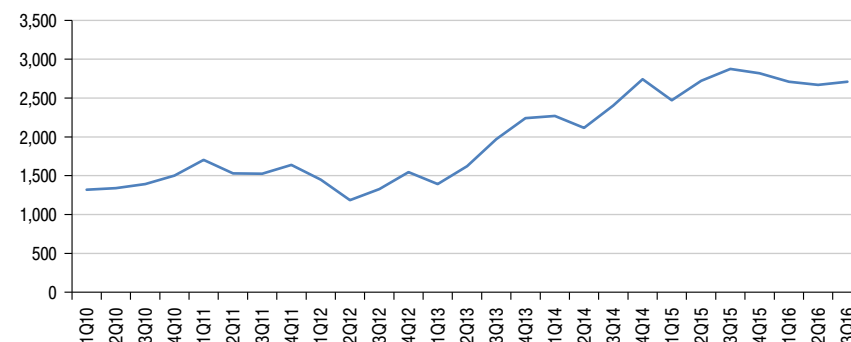
Oczekujemy w 2017 wolumenu sprzedaży nowych lokali na poziomie zbliżonym do tegorocznego

Mamy powody, by sądzić, że 2017 rok będzie dobry dla deweloperów mieszkaniowych, chociaż prawdopodobnie ciężko będzie uzyskać wyższe wolumeny sprzedaży. Wysoki wolumen sprzedaży przypisujemy głównie wpływowi niskich stóp procentowych, migracji z obszarów wiejskich do aglomeracji miejskich i przekonaniu nabywców, że ceny mieszkań będą rosły. Ponadto uważamy,

że utrzyma się silny popyt inwestycyjny zważywszy na niską rentowność depozytów w porównaniu ze stopą zwrotu z wynajmu.

Sądzymy, że większe firmy z dużym doświadczeniem i dobrą renomą oraz sprawdzonymi relacjami z bankami w dalszym ciągu będą powiększać swój udział w rynku kosztem mniejszych firm. Będzie to również możliwe z powodu niemożności uruchomienia otwartego rachunku powierniczego przez mniejszych deweloperów.

Wykres 11. Polska; Kwartalny wolumen sprzedaży mieszkań 7 wiodących deweloperów mieszkaniowych



Źródło: DM BOŚ SA

4.2.2. Podaż mieszkań

Podaż mieszkań nie powinna być zagrożeniem

Według spółki Reas monitorującej rynek budownictwa mieszkaniowego, na koniec I połowy br. liczba nowych mieszkań w 6 największych polskich aglomeracjach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań i Łódź) wyniosła około 51 tys. w porównaniu z 49 tys. na koniec I połowy 2015. Prawie połowa znajdowała się w Warszawie. Wg stanu na koniec II kw. 2016 roku, sprzedaż zapasów zajęła od 3 do 5 kwartałów, w zależności od aglomeracji. Jest to uznawane za dobry poziom; w 2012 stan zapasów odpowiadał 2-letniemu popytowi.

4.2.3. Ceny mieszkań

Ceny mieszkań rosną powoli

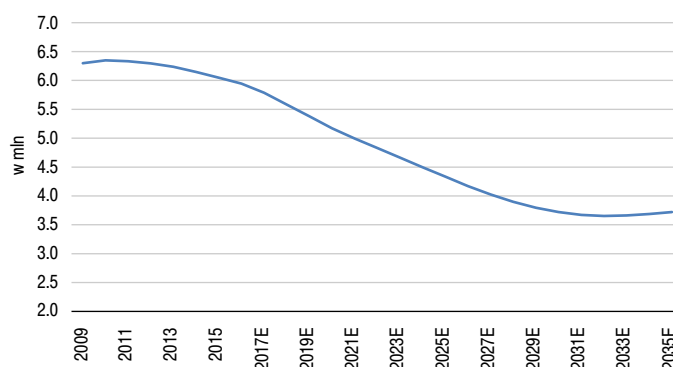
Na początku 2013 roku ceny mieszkań osiągnęły swoje minimum. Według danych Dom Development, w II kw. 2013 roku ceny mieszkań w Warszawie zaczęły rosnąć szybciej od inflacji i ten trend utrzymywał się w 2015 i br. Naszym zdaniem nie można wykluczyć scenariusza, że ceny mieszkań w 2017 roku będą rosły w tempie jednocyfrowym. Stanowiłoby to bodziec do wzrostu rentowności deweloperów i wysokie wskaźniki, po których są oni notowani, mogłyby znaleźć uzasadnienie.

4.2.4. Demografia

Starzejące się społeczeństwo

W tej beczce miodu jest tyżka dziegciu, czyli kwestie demograficzne. Pragniemy podkreślić, że nadchodzące zmiany demograficzne nie wyglądają dobrze z punktu widzenia deweloperów mieszkaniowych. Według GUS, populacja w wieku 25-34 lata, która stanowi naturalną grupę potencjalnych nabywców mieszkań, powinna zmniejszyć się o 40% do 2030 roku. Dodatkowo utrzymuje się wysoki wskaźnik emigracji młodych Polaków. Jednak spodziewamy się, że do pewnego stopnia te niekorzystne zmiany demograficzne mogą być zrównoważone z kolei przez migrację ludności z obszarów wiejskich do większych ośrodków miejskich oraz napływ ludności ukraińskiej, których liczba w ciągu ostatnich 2 lat gwałtownie się zwiększyła. Ambasador Ukrainy szacuje liczbę swoich rodaków w Polsce nawet na 1 milion obecnie.

Wykres 12. Polska; Prognoza demograficzna: populacja w wieku 25-34



Źródło: GUS

Wyniki deweloperów mieszkaniowych powinny kontynuować poprawę

4.2.5. Zniekształcenie wyników finansowych

Trzeba pamiętać, że wyniki finansowe deweloperów mieszkaniowych niekoniecznie wiernie odzwierciedlają aktualny stan rynku mieszkaniowego. Standard MSSF 18 w odniesieniu do przychodów i kosztów nakazał spółkom uwzględnienie sprzedaży lokalu w momencie otrzymania pozwolenia na użytkowanie i po podpisaniu finalnej umowy sprzedaży w formie aktu notarialnego. Dlatego też niski wolumen sprzedaży mieszkań w danym roku nie musi od razu oznaczać słabych wyników finansowych i odwrotnie.

Uważamy, że w 2012 roku poziom wyników finansowych spółek mieszkaniowych osiągnął swoje minimum. Liczba mieszkań przekazanych klientom była wtedy niska, a marże znajdowały się pod presją, ponieważ często projekty były realizowane na drogim gruncie nabytym w okresie boomu. Oczekujemy w 2017 roku silnej poprawy wyników finansowych zważywszy na solidny wolumen sprzedaży w 2015 i 2016 roku.

Rynek magazynów zwyżkuje

4.2.6. Rynek powierzchni magazynowych

Rynek powierzchni magazynowych przeżywa rozkwit. Według JonesLangLasalle, w I połowie br. wynajęta powierzchnia magazynowa brutto wyniosła 1 312 000 mkw. Co ważniejsze, wynajęta powierzchnia magazynowa netto osiągnęła 876 000 i pod tym względem 1H16 to najlepsze półrocze w historii, co bardzo dobrze rokuje na II połowę roku. Tradycyjnie największa GLA (powierzchnia wynajmu brutto) została wynajęta w warszawskiej aglomeracji (346 tys. mkw.), następny jest Poznań (223 tys. mkw.) i Wrocław (181 tys. mkw.). Największy popyt na powierzchnię magazynową generują firmy logistyczne i handlu detalicznego; według danych JLL, w I połowie br. powierzchni magazynowa netto wynajęta przez te podmioty przekroczyła 500 tys. mkw.

Półowa planowanych projektów jest realizowana na zasadach spekulacyjnych

Na koniec I połowy br. 742 tys. mkw. powierzchni wynajmu brutto było w trakcie realizacji, z czego 51% było realizowane na zasadach spekulacyjnych. Największym inwestorem jest Panattoni (335 tys. mkw. w realizacji). Na koniec I poł. br. nowoczesna powierzchnia magazynowa ogółem wynosiła 10,6 mln mkw., a na koniec roku powinna zwiększyć się do 11 mln mkw. Wskaźnik pustostanów znajdował się na historycznie niskim poziomie i wynosił jedynie 6,1% bieżącej podaży, co przekłada się na zaledwie 649 tys. mkw. GLA. Warszawska aglomeracja zanotowała największy wskaźnik pustostanów, ok. 10%, najniższy (0%) miał Szczecin.

5. Model biznesowy i strategia

- ▲ Marvipol zostanie w I kw. 2017 roku podzielony na BAH (w którym znajdzie się część motoryzacyjna) i Marvipol Development.
- ▲ Spółka działa w branży motoryzacyjnej w oparciu o umowę importerską podpisaną z JLR. Nie tylko występuje jako wyłączny importer, ale również prowadzi 4 salony dealerskie.
- ▲ Celem Spółki jest zwiększenie liczby samochodów sprzedanych, których liczba na koniec 2016 roku powinna być bliska 2 000 sztuk, oraz liczby salonów dealerskich z obecnych 10 do 16, a także uruchomienie własnego serwisu blacharsko-lakierniczego.
- ▲ Działalność deweloperska Marvipolu koncentruje się na lukratywnym warszawskim rynku.
- ▲ Spółka stosuje oportunistyczne podejście do projektów mieszkaniowych oraz obiektów biurowych i magazynowych.
- ▲ Bank gruntów Spółki pod projekty mieszkaniowe jest stosunkowo mały i wymaga powiększenia.
- ▲ Marvipol jest skuteczny w pobieraniu zaliczek na mieszkania od klientów.

5.1. Podział Spółki

Marvipol jest zarazem deweloperem mieszkaniowym działającym na warszawskim rynku, jak i generalnym importerem i dealerem luksusowych samochodów. Spółka podjęła decyzję o rozdzieleniu działalności deweloperskiej i motoryzacyjnej. Zakończenie tego procesu jest przewidywane na I kw. 2017 roku. Wtedy nazwa Marvipol SA zostanie zmieniona na British Automotive Holding (BAH), a działalność deweloperska zostanie przeniesiona do Marvipolu Development.

5.2. Segment motoryzacyjny

Spółka, poprzez podmioty zależne, jest generalnym importerem i wyłącznym dystrybutorem marek Jaguar, Land Rover, Aston Martin i Lotus w Polsce. British Automotive Polska (BAP), wcześniej JLR Polska, od ponad 10 lat importuje i sprzedaje w Polsce samochody Jaguar Land Rover. Grupa oferuje także usługi serwisowe i zajmuje się dystrybucją części zamiennych i akcesoriów do samochodów JLR.

BAP jako generalny importer działa na podstawie umowy z firmą Jaguar Land Rover Limited podpisaną 31 maja 2016 roku, która weszła w życie 1 czerwca br. i obowiązuje na czas nieoznaczony z dwuletnim okresem wypowiedzenia. Podobne umowy firma JLR podpisała w Europie w ok. 25 krajach (m.in. Republice Czeskiej, Bułgarii, Grecji, na Węgrzech, Finlandii, Rumunii, Norwegii, Turcji, Szwecji). Jaguar Land Rover prowadzi dystrybucję swoich marek z wykorzystaniem spółek zależnych: w Anglii i Wali, Austrii, Belgii, Niemczech, Hiszpanii, Francji, Włoszech, Holandii, Portugalii, Rosji. Według JLR, około połowa sprzedaży firmy to sprzedaż detaliczna, a pozostałą część stanowi sprzedaż hurtowa.

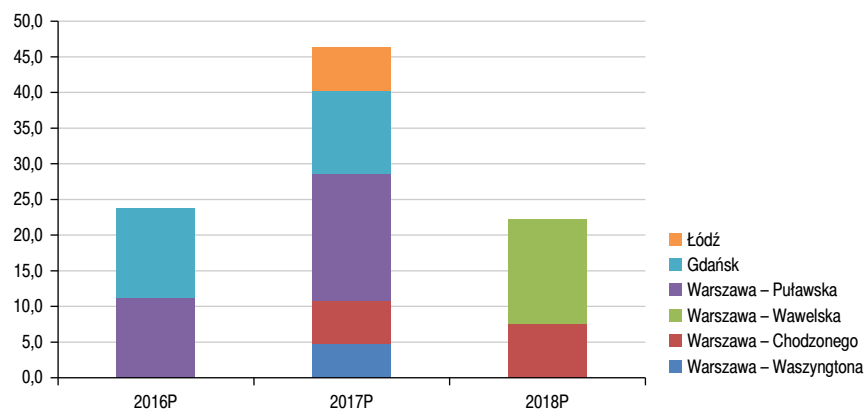
Wykres 13. Polska; Dealerzy BAP w Polsce


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Struktura biznesowa

BAP prowadzi dystrybucję samochodów przez 6 zewnętrznych autoryzowanych dealerów i 4 salony własne zlokalizowane (i) w Warszawie (przy Alei Waszyngtona i przy ulicy Witosza), (ii) w Łodzi (jeden) oraz (iii) w Gdańsku (jeden). Spółka planuje rozszerzenie sieci dealerów, którą obecnie liczy 10 salonów, do 12 do końca 2017 roku. Spółka ocenia, że ma ona zdolność, by sieć salonów dealerskich objęła wszystkie 16 województw, co oznacza, że do końca 2020 roku może powstać dodatkowe 5 salonów. Zgodnie z wymaganiami JLR, salony dealerskie muszą być wystandaryzowane i posiadać powierzchnię wystarczającą do ekspozycji co najmniej 14 modeli. Dlatego też BAP potrzebuje dodatkowych inwestycji. Poniżej przedstawiamy szczegóły planu rozwoju Spółki.

- ▲ Zgodnie z listem intencyjnym podpisanym z GEZET w sierpniu 2016 roku, w Szczecinie powstanie nowy salon 3S (Sales – sprzedaż, Service – serwis, Spare parts – części zamienne). Budowa salonu o powierzchni ponad 1,7 tys. mkw. rozpocznie się w II kw. 2017 roku, a jej zakończenie jest przewidywane w IV kw. 2017.
- ▲ W Warszawie jest planowane uruchomienie nowego własnego salonu dealerskiego z serwisem napraw lakierniczo-blacharskich. BAP musi nabyć od Marvipolu Development działkę gruntu przy ul. Puławskiej (za ok. 11 mln zł). Koszt budowy wyniesie ok. 18 mln zł (bez kosztów nabycia gruntu). Salon będzie gotowy w 2018 roku.
- ▲ Spółka posiada działkę gruntu przy ul. Wawelskiej w Warszawie, którą nabyła za ok. 6,5 mln zł. Może tam powstać salon dealerski, który mógłby zacząć działać od 2019 roku. Koszt otwarcia salonu jest szacowany na 15 mln zł. Spółka może podjąć decyzję o wycofaniu się z tej inwestycji.
- ▲ Salon zlokalizowany przy Alei Waszyngtona w Warszawie będzie poddany modernizacji, której koszt Spółka szacuje na 5 mln zł.
- ▲ Spółka rozważa budowę stacji obsługi z serwisem blacharsko-lakierniczym przy ul. Chodzonego w Warszawie na działce gruntu o wartości 6,5 mln zł, którą Spółka musi jeszcze kupić. W 2018 roku Spółka może wydać dodatkowe 7,5 mln zł na inwestycje. Powinno to zmniejszyć koszty usług.
- ▲ W 2017 Spółka ma plany modernizacji salonu dealerskiego w Łodzi (położonego na własnym gruncie). Koszt tej inwestycji jest szacowany na ok. 6 mln zł.
- ▲ Spółka rozważa przeniesienie działalności na terenie Gdańska do nowej lokalizacji, gdyż obecna wydaje się nienajlepsza. Koszt pozyskania gruntu i budowy obiektu mogą wynieść ok. 24 mln zł (w tym wartość działki ok. 13 mln zł). Nowy salon powinien zacząć działać w 2018 roku.

Wykres 14. BAH; Plany inwestycyjne (mln PLN)


Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Cele

Rozbudowa sieci dealerskiej w połączeniu z wprowadzeniem do oferty nowych modeli (ostatnich premier: Land Rover Discovery Sport, Jaguar XE i Jaguar F-Pace oraz co roku dwóch nowych modeli) powinny umożliwić Spółce realizację celów, czyli sprzedaż w 2016 roku prawie 2 tys. samochodów. W sezonie 2017/2018 JLR zamierza wprowadzić na rynek następujące modele: (i) wersję kombi Jaguara XF oraz (ii) Land Rover Discovery 5 (polska premiera w listopadzie). JLR prowadzi również prace nad samochodem elektrycznym. Oczekuje się, że samochody JLR zajmą pozycję lidera pod względem ograniczenia emisji CO₂ do 2020 roku. Od 2007 roku Grupa ograniczyła emisję CO₂ o 25% i planuje dalszą redukcję o kolejne 35% do 2020 roku. Koszt tego przedsięwzięcia wyniesie 40 mln GBP. Produkcja samochodów JLR odbywa się w Wlk. Brytanii, gdzie znajdują się 3 zakłady (w Solihull, Castle Bromwich i Halewood), w Chinach (od 2014) i Brazylii (od 2015). Firma planuje uruchomić produkcję na Słowacji i w Stanach albo Meksyku.

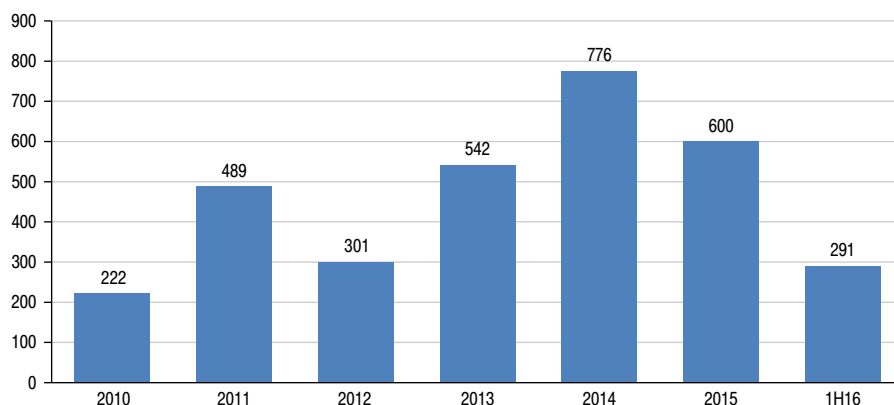
Starsze modele w ofercie

Spółka zaczęła dystrybucję samochodów firmy JLR w ramach programu Jaguar Land Rover Approved Programme, który zakłada sprzedaż pojazdów maksymalnie po 6 latach od rejestracji i przy stanie licznika do 60 tys. km oferując 2-letnią gwarancję i usługę assistance. Spółka spodziewa się, że będzie sprzedawać 2 samochody używane na 10 samochodów nowych. Jednak nie uwzględniamy tego założenia w naszym modelu finansowym, ponieważ program ten na razie ma niewielki zakres. W krajach rozwiniętych ukształtowała się proporcja (1:1), czyli sprzedaży jednego samochodu używanego odpowiada sprzedaż jednego nowego.

5.3. Segment deweloperski

Geograficzny punkt oparcia

Marvipol Development jest deweloperem mieszkaniowym, który działa na lukratywnym warszawskim rynku. W 2015 roku deweloperzy sprzedali łącznie ponad 20 tys. mieszkań w Warszawie, co stanowiło prawie połowę wszystkich lokali sprzedanych w 6 największych aglomeracjach w Polsce. Marvipol koncentruje się na średnim segmencie rynku mieszkaniowego. Od początku swojej działalności Spółka wybudowała prawie 5 tys. mieszkań, a jej zasadą zawsze była budowa obiektów oferujących wysoką jakość w średnim segmencie rynku mieszkaniowego dla rozwijającej się klasy średniej.

Wykres 15. Marvipol Development; Mieszkania sprzedane


Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

Tabela 16. Ekonomia przykładowego projektu mieszkaniowego

PLN za 1 mkw. NSA	
3 100	koszty architektoniczne i budowlane
600	koszty sprzedaży i ogólnego zarządu
1 000	grunt
500	koszt zaangażowanego kapitału
1 200	dochód przed opodatkowaniem
6 400	proponowana cena za mkw.

Źródło: szacunki DM BOS

**Sprzedaż Prosta Tower
powinna przynieść ok. 50 mln zł
wolnej gotówki**

Strategia Spółki przewiduje inwestycje w projekty takie jak budynki biurowe i obiekty magazynowe. Marvipol jest właścicielem nowoczesnego budynku biurowego Prosta Tower, znajdującego się na warszawskiej Woli. Powierzchnia wynajmu brutto tego budynku wynosi 6 084 mkw., a wskaźnik pustostanów jest równy 5%. Wartość księgową budynku to 99,8 mln zł. Marvipol wystawił Prosta Tower na sprzedaż, przedsięwzięcie nadzoruje Colliers International. Spółka zamierza sfinalizować transakcję do końca br. Sprzedaż budynku powinna uwolnić ok. 50 mln zł wolnej gotówki.

**Stopa zwrotu na powierzchni
magazynowej może być
spektakularna**

W 2015 roku Marvipol wszedł na rynek powierzchni magazynowych we współpracy z firmą Panattoni Europe, największym deweloperem powierzchni magazynowych w Polsce. W Konotopie, węźle drogowym na skrzyżowaniu drogi ekspresowej S2 i autostrady A2, podmioty te zbudowały wspólnie dwa obiekty o łącznej powierzchni wynajmu brutto 44 764 mkw. Na koniec sierpnia br. były one wynajęte w 75%. Po pełnej komercjalizacji i stabilizacji projekt powinien generować rocznie 2,3 mln euro zysku operacyjnego netto. Udział Marvipolu wynosi 68%. Obiekt został wystawiony na sprzedaż, transakcja powinna zostać sfinalizowana w I poł. 2017 roku. Zważywszy na dobre perspektywy rynku Marvipol planuje realizację dalszych projektów z Panattoni.

Tabela 17. Model rentowności obiektu magazynowego

finansowanie w 40% kapitałem własnym, w 60% długiem	
Kapitał zainwestowany	40
Dług	60
Wydatki inwestycyjne	100
NOI	9,3
Zwrot z zainwestowanej gotówki	9,3%
Rentowność końcowa	7,5%
Wartość po zakończeniu projektu	124
Zysk	24
ROA	33%
ROE	60%

Źródło: szacunki DM BOS

5.3.1. Ekspansja banku gruntów

Bank gruntów Spółki jest skoncentrowany w lewobrzeżnej Warszawie

Bank gruntów Spółki jest wystarczający do zbudowania 2 639 mieszkań w 9 projektach w Warszawie, co przekłada się na 4,4 roku biorąc pod uwagę sprzedaż lokali w tempie 600 rocznie. Grunt w posiadaniu Marvipolu jest skoncentrowany na lewym brzegu stolicy.

Wykres 16. Marvipol Development; Projekty mieszkaniowe



Źródło: Spółka

Konieczne szybkie powiększenie banku gruntów

56% banku gruntów stanowi jeden projekt, CPU, co nie rokuje dobrze dla liczby sprzedanych mieszkań w najbliższych kwartałach.

Tabela 18. Marvipol Development; Bank gruntów

	Sprzedaż jednostkowa w 2016P (szacunki DM BOŚ)	Bank gruntów (liczba mieszkań na koniec 2Q16)	Liczba mieszkań w ofercie (na koniec 2Q16)	Bank gruntów /sprzedaż jednostkowa w 2016P
Dom Development	2 750	9 745	3 011	3,54
J.W. Construction	1 600	5 647	2 088	3,53
Ronson	930	5 624	1 129	6,05
Robyg	2 650	13 297	1 952	5,02
Marvipol	600	2 639	674	4,40

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Oceniamy wysoko jakość banku gruntu Marvipolu i oczekujemy w związku z tym w ciągu następnych 3-4 lat marży zysku brutto na sprzedaży segmentu deweloperskiego na poziomie ok. 25%.

Zważywszy na obecny etap cyklu biznesowego dostrzegamy ryzyko, że Marvipol kupi grunt pozbawiony potencjału pozwalającego na osiągnięcie marży brutto przekraczającej 20%. Liczymy się również z innym ryzykiem, że Spółka kupi duże działki gruntu pozwalające na generowanie wyższych marż, jednak bez możliwości szybkiej rotacji zaangażowanego kapitału.

5.3.2. Efektywność sprzedaży

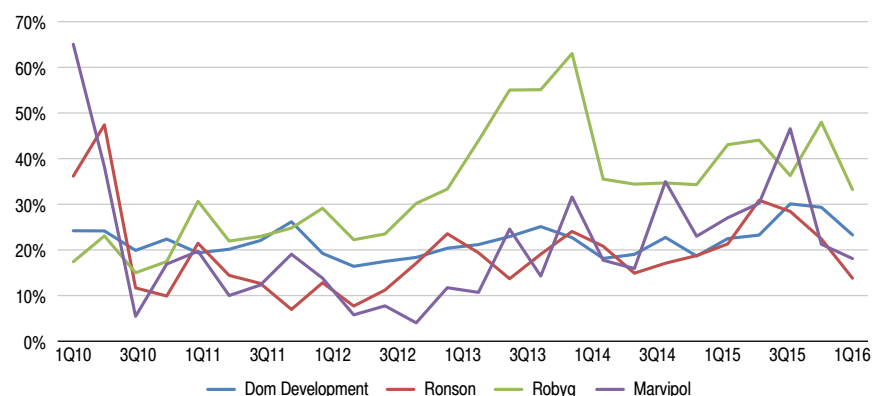
Marvipol efektywnie pobiera zaliczki od klientów.

Wskaźnik efektywności sprzedaży powyżej 20% powinien być uważany za dobry

Atrakcyjność projektu mieszkaniowego znajduje odbicie w tym, jak szybko sprzedają się mieszkania danego projektu na rynku. Efektywność sprzedaży obliczamy dzieląc wolumen kwartalnej sprzedaży przez liczbę mieszkań na koniec kwartału. Im wyższy procent, tym lepiej. Efektywność sprzedażowa rzędu 25% oznacza, że deweloper sprzedaje wszystkie oferowane mieszkania w ciągu roku. Nadwyżka lokali na rynku obniża wskaźnik efektywności sprzedaży deweloperów mieszkaniowych. Wskaźnik sprzedaży ponad 20% powinien być odbierany jako dobry i świadczy o tym, że deweloper odpowiada na popyt ze strony potencjalnych klientów.

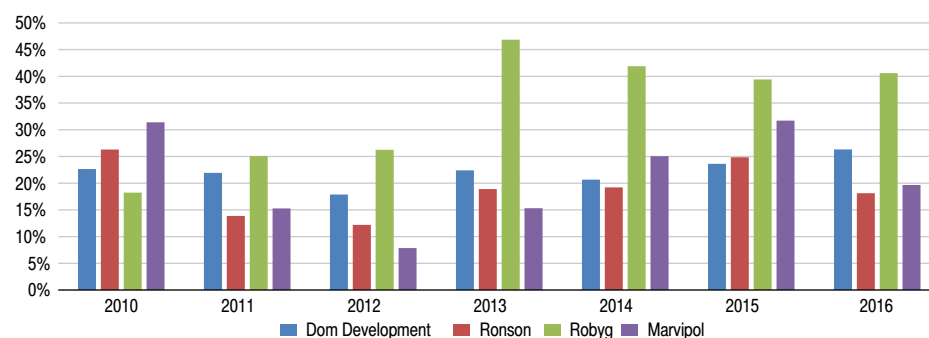
Porównanie Marvipolu z deweloperami mieszkaniowymi, których pokrywamy, potwierdza ocenę, że mieszkania Spółki sprzedają się całkiem dobrze, mimo że w 2012 roku przy załamaniu rynku wskaźnik efektywności sprzedaży wyniósł zaledwie 8%.

Wykres 17. Marvipol Development; Efektywność sprzedaży



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 18. Marvipol Development; Średnia efektywność sprzedaży w roku



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

5.3.3. Finansowanie za pomocą zaliczek

Preferujemy deweloperów mieszkaniowych, którzy finansują swoje projekty środkami klientów, co jest najtańszym sposobem pozyskiwania kapitału dostępnym dla deweloperów mieszkaniowych. Wśród spółek mieszkaniowych, które pokrywamy, Marvipol pobiera zaliczki podobnie jak liderzy branży.

Tabela 19. Zaliczki otrzymane vs. sprzedaż jednostkowa w 2016P

(mln PLN)	Zaliczki otrzymane	Sprzedaż jednostk. w 2016P (szacunki DM BOŚ)	% lokali sprzedanych finansowanych z zaliczek otrzymanych od nabywców
Dom Development	464,1	2 750	17%
J.W. Construction	316,2	1 600	20%
Robyg	373,9	2 650	14%
Ronson	173,3	930	19%
Marvipol	135,0	600	23%

Źródło: Spółki, szacunki DM BOŚ SA

5.3.4. Strategia

Strategia Spółki opiera się na następujących zasadach:

- ▲ Koncentracja na segmencie mieszkaniowym. Spółka zamierza skoncentrować się na rynku budownictwa mieszkaniowego. Około 75% przychodów powinno pochodzić ze sprzedaży lokali.
- ▲ Koncentracja na rynku warszawskim. Spółka w najbliższych kilku latach zamierza skoncentrować się na lukratywnym rynku warszawskim. Ekspansja na rynki innych aglomeracji jest raczej mało prawdopodobna w najbliższych latach.
- ▲ Roczna sprzedaż 1 000 mieszkań. Marvipol Development planuje osiągnąć roczny średniocykliczny wolumen sprzedaży na poziomie co najmniej tysiąca lokali.
- ▲ Mieszkania dla średniej klasy. Większość przychodów Spółka powinna generować sprzedając mieszkania średniego segmentu adresowane do klasy średniej.
- ▲ Dalsze inwestycje w powierzchnię magazynową. Spółka bierze pod uwagę dalsze inwestycje w rosnący rynek powierzchni magazynowych we współpracy z partnerem strategicznym Panattoni w Grodzisku Mazowieckim.
- ▲ Sprzedaż budynku biurowego. Spółka planuje sprzedaż budynku biurowego Prosta Tower zlokalizowanego na warszawskiej Woli. W średnim horyzoncie Marvipol Development nie zamierza inwestować w budynki biurowe.

6. Wyniki finansowe i prognozy

- ▲ Od początku roku Spółka sprzedała ponad 1 500 samochodów (+65% r/r). Oczekujemy dobrych wyników w segmencie motoryzacyjnym w III kw. 2016 roku.
- ▲ Prognozujemy w 2016 roku 571 mln zł sprzedaży i 30 mln zł zysku netto.
- ▲ Na wyniki Spółki będzie wpływać (i) wolumen samochodów sprzedanych, (ii) średnia cena samochodu, (iii) rentowność na jeden sprzedany pojazd oraz (iv) ekspansja usług własnych. Duże inwestycje powinny pozwolić Spółce na rozszerzenie działalności, która nie jest bezpośrednio regulowana i powiązana z umową importerską.
- ▲ Przewidywalność i widoczność przychodów oraz zysków Marvipol Development jest wysoka.
- ▲ Dzięki projektom takim jak Riviera Park, 17 Stycznia i wyższym cenom w CPU 2A i CPU 2B Spółka powinna realizować mocną marżę zysku brutto na sprzedaży.
- ▲ Prognozujemy średniocykliczną marżę zysku brutto na sprzedaży na blisko 20% poziomie i jest to nasze uniwersalne założenie dla każdej spółki-dewelопера mieszkaniowego, którą pokrywamy.

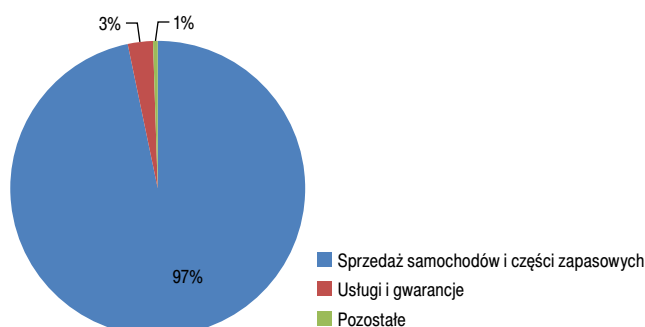
6.1. Segment motoryzacyjny

6.1.1. Wyniki od początku br.

Mocne wyniki finansowe w I półroczu

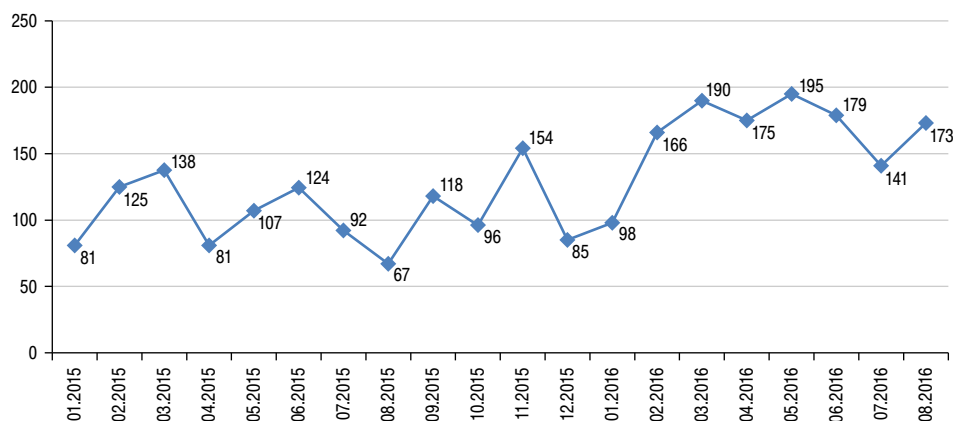
Sprzedaż segmentu motoryzacyjnego w I poł. 2016 roku osiągnęła 294 mln zł (+32% r/r). Zysk na sprzedaży wyniósł 24 mln zł (+22% r/r). Sprzedaż samochodów JLR własnym i zewnętrznym sieciom dealerów wyniosła w omawianym okresie 1 003 auta (+53% r/r). Wolumen samochodów sprzedanych przez sieć własnych dealerów osiągnął 387 sztuk (+56% r/r). Wzrost przychodów w I półroczu znajdował się pod pozytywnym wpływem sprzedaży Range Rovera (modeli Classic, Evoque i Sport), która w łącznej sprzedaży stanowiła ok. 40%, oraz wprowadzeniu do oferty nowych modeli Jaguara XE i Land Rovera Discovery Sport (ok. 16% udział w sprzedaży ogółem), które pojawiły się na rynku w 2015, oraz Jaguara F-Pace (najlepiej sprzedający się samochód w 94-letniej historii marki, ok. 13% udział w sprzedaży BAH), który wszedł na rynek w I poł. br. Struktura sprzedaży ewoluowała w kierunku zwiększenia udziału tańszych modeli (Discovery Sport, Jaguar XE). Według naszych szacunków, średnia cena pojazdu spadła o 17% r/r w omawianym okresie. Na wyniki Spółki w I półroczu br. wpłynęły (i) ujemne różnice kursowe, które jednakże zostały do pewnego stopnia zrównoważone (ii) 8% wzrostem katalogowych cen w II kwartale oraz (iii) premiami od JLR. Zysk operacyjny i zysk netto Spółki wyniosły odpowiednio 24 mln zł i 17 mln zł. Zgodnie z prognozą zarządu Spółki, stan gotówki netto dla segmentu motoryzacyjnego na koniec I poł. 2016 roku wyniósł 44,3 mln zł (57,5 mln zł gotówki).

Wykres 19. BAH; Struktura przychodów w I poł. 2016 r.



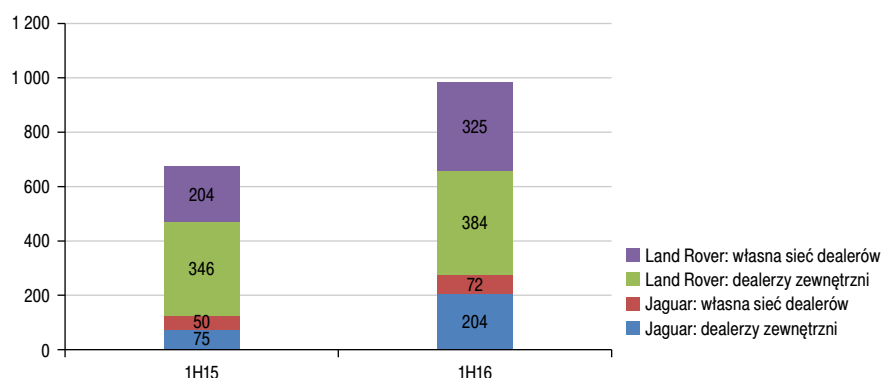
Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

Wykres 20. BAH; Pojazdy JLR sprzedane dealerom



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

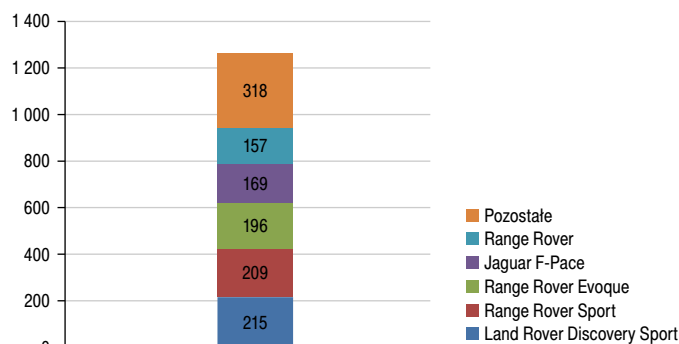
Wykres 21. BAH; Struktura sprzedaży (liczba aut)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

W okresie sierpień-wrzesień br. import wyniósł 392 samochody, a sprzedaż realizowana przez dealerów spoza Grupy i własnych dealerów odpowiednio 199 i 211 aut. Sprzedaż w okresie sierpień-wrzesień wzrosła o 189% r/r i w konsekwencji sprzedaż od początku roku osiągnęła 359 mln zł (+59% r/r). Nie powinno zatem dziwić, że oczekujemy mocnych wyników finansowych za III kw. 2016 roku.

Wykres 22. BAH; Struktura sprzedaży w rozbiciu na marki w okresie styczeń-sierpień 2016 (liczba aut)



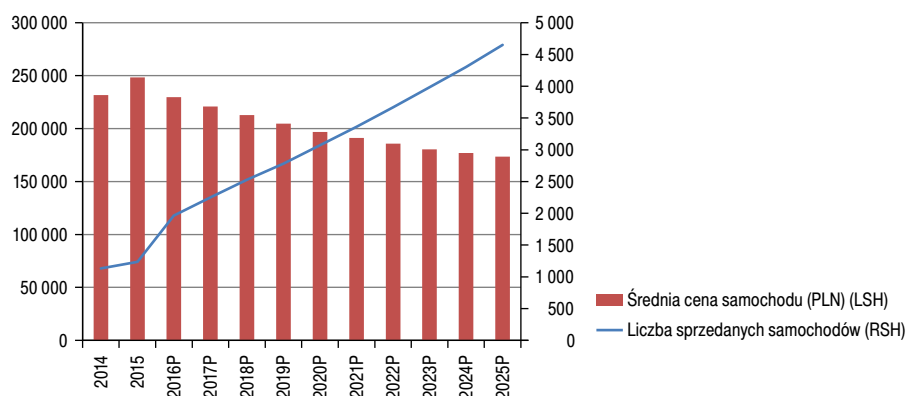
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

6.1.2. Prognozy finansowe wyników

Przychody

Zakładamy, że liczba samochodów sprzedanych osiągnie odpowiednio 1 965 i ok. 3 000 w 2016 i 2020. Siłą napędową sprzedaży będzie: (i) wprowadzenie do oferty modeli adresowanych do nowej grupy klientów oraz (ii) wzrost sprzedaży starszych modeli. Oczekujemy, że średnia cena samochodu sprzedanego spadnie z 232 tysięcy zł w 2014 do odpowiednio 230 tysięcy zł i 197 tysięcy zł w 2016 i 2020 głównie za sprawą wyższej sprzedaży tańszych produktów (koncentracja na mniejszych samochodach z powodu ograniczeń emisji CO₂).

Wykres 23. BAH; Struktura sprzedaży pojazdów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Rentowność uzależniona od stawki importera i dealera

Pierwotne koszty operacyjne segmentu motoryzacyjnego obejmują (i) wartość samochodów sprzedanych, (ii) usługi świadczone przez strony trzecie (w tym koszty marketingowe), (iii) koszty pracownicze oraz (iv) amortyzację i materiały. Marża zysku brutto Spółki jest przede wszystkim uzależniona od (i) kosztu pojazdów zakupionych od firmy Jaguar Land Rover Limited jako generalny importer – stawka objęta rabatem w zależności od generowanego wolumenu sprzedaży, oraz (ii) stawki detalicznej dealera – marże dealerów uzależnione od wartości rabatu przyznanego klientom końcowym. Rolę odgrywa tutaj również sytuacja na rynku walut.

Rozbudowa portfela produktów wpływa na rentowność

Skorygowana marża operacyjna segmentu motoryzacyjnego w 2015 roku wyniosła 6,6% w porównaniu do 8,2% w 2014, a niewielki spadek jest efektem rozpoczęcia sprzedaży samochodowych części zamiennych, która jest mniej rentowna. Oczekujemy 6,9% marży operacyjnej w 2016 roku i zakładamy stopniową erozję marż uwzględniając oczekiwaną zmianę struktury sprzedaży w kierunku zwiększenia sprzedaży modeli typu compact w klasie premium. Naszym zdaniem, w kontekście spodziewanego zwiększenia sprzedaży samochodów niższego segmentu (nabywcy bardziej wrażliwi na cenę) Spółka będzie zmuszona do oferowania wyższych rabatów. Oczekujemy nieco wyższej marży realizowanej w segmencie napraw za sprawą uruchomienia własnego serwisu blacharsko-lakierniczego. Prognozujemy w 2020 roku ok. 5% marżę netto segmentu motoryzacyjnego Spółki (połączenie działalności importowej i dealerskiej), czyli nieco poniżej obecnego poziomu.

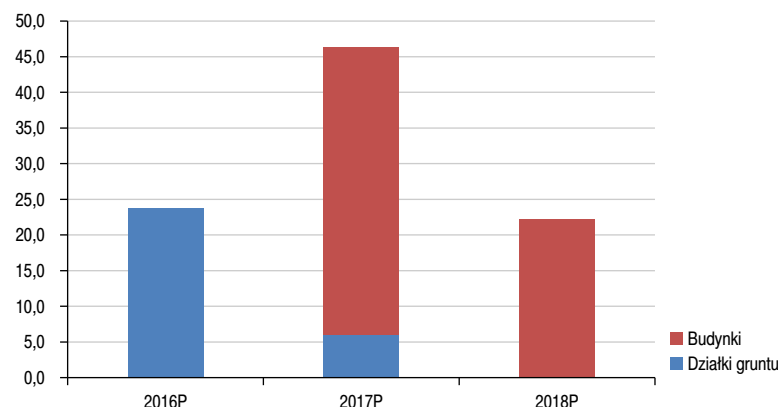
Czynniki ryzyka – nowe modele wpływają na poziom przychodów

Ważnym kotłem zamachowym sprzedaży Spółki są nowe modele, które jednak mogą negatywnie wpływać na wyniki finansowe ze względu na ich dostępność. W porównaniu z innymi sprzedawcami samochodów typu premium oferta BAH jest bardziej jednorodna, toteż wolumen sprzedaży pojazdów może bardziej ucierpieć przed wprowadzeniem nowych modeli.

Wydatki inwestycyjne/ Dywidenda

Na lata 2016-2020 zakładamy 92 mln zł wydatków inwestycyjnych, z czego większa część powinna być przeznaczona na rozwój własnej sieci dealerskiej i serwisu napraw w 2017. Wydatki inwestycyjne mają być finansowane w pełni przepływami pieniężnymi Spółki. BAH planuje w dłuższym okresie wypłatę dywidendy w wysokości co najmniej 50% zysku netto osiągniętego w roku poprzedzającym wypłatę.

Wykres 24. BAH; Wydatki inwestycyjne (mln PLN)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

6.2. Segment deweloperski

6.2.1. Wyniki od początku br.

Nieciekawe wyniki finansowe za I półrocze

Sprzedaż w I poł. br. osiągnęła 70,5 mln zł, w tym 56,6 mln zł pochodziło ze sprzedaży mieszkań. Spółka przekazała w tym okresie ponad 108 lokali, z czego połowę stanowiły lokale w projektach CPU. Marża zysku brutto na sprzedaży nie zachwycała, gdyż wyniosła zaledwie 10,3%. Projekty Hill Park Apartments (11 lokali) i Apartamenty Mokotów (2 lokale) oraz Art. Eco Projekt (24 lokale) zanotowały ujemne marże zysku brutto na sprzedaży (odpowiednio -8,4%, -12%, 0,1%). W I poł. br. przedsprzedaż Marvipolu wyniosła 291 lokali (+14% r/r). Dynamika wzrostu wydaje się lekko rozczarowująca na tle dobrych wyników konkurencji. Spółka miała opóźnienia z uruchomieniem nowych projektów takich jak Riviera Park i Bemowo Residence.

Pozytywnie na wynik operacyjny segmentu deweloperskiego oddziaływał zysk z rewaluacji obiektów magazynowych w Konotopie w wysokości 3 mln zł. Podsumowując oceniamy wyniki finansowe i operacyjne Spółki za I połowę br. jako raczej słabe.

6.2.2. Prognozy finansowe wyników

Przychody

Należy podkreślić, że widoczność przychodów i zysków Spółki jest wysoka biorąc pod uwagę dużą przedsprzedaż (na koniec czerwca 2016 ok. 638 lokali z 1 140 w trakcie realizacji) i liczbę podpisanych kontraktów budowlanych.

Zakładamy, że w II połowie br. Marvipol przekaze klientom ponad 428 mieszkań, co implikuje 536 lokali przekazanych ogółem w 2016 roku (w porównaniu do 610 w 2015 i 918 w 2014 roku). Przychody w 2016 powinny być stymulowane liczbą przekazanych lokali w projekcie CPU (408 mieszkań). Jeśli chodzi o 2017 rok, zakładamy przekazanie 617 lokali, w tym 594 w CPU. W 2018 i 2019 liczba przekazanych mieszkań powinna wzrosnąć odpowiednio do prawie 800 (364 w CPU) i ponad 1 000 (połowa w CPU).

Rentowność

Oczekujemy utrzymania około 25% marży zysku brutto na sprzedaży w latach 2016-2020. Będzie to możliwe za sprawą zakupów gruntu po niewygórowanych cenach pod takie projekty jak Riviera Park, 17 Stycznia, wyższe ceny w przypadku CPU 1B i CPU 2B. Uważamy jednak, że marża na poziomie 25% jest nie do podtrzymania w dłuższym okresie.

Przy obliczaniu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu wzięliśmy pod uwagę koszty ogólne u konkurencji. Obliczyliśmy koszt sprzedaży i ogólnego zarządu na jedno sprzedane mieszkanie. Nasza analiza wskazuje, że średnie koszty ogólne wynoszą ok. 30 tys. zł na lokal sprzedany, przy tym najniższe zanotowała J.W. Construction (prognozowane na 24 tys. zł w 2016), a najwyższe Dom Development (prognozowane na 35 tys. zł w 2016). Szacujemy, że koszty Marvipolu osiągną 35 tys. zł na lokal sprzedany.

Zysk operacyjny w 2016 roku powinien odczuć pozytywny wpływ 6 mln zł zysku z rewaluacji obiektów magazynowych (3,4 mln zł zostały zaksięgowane w I pół. br.), natomiast nie zakładamy wyniku z rewaluacji Prosta Tower.

Tabela 20. JWC; Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P
Koszty sprzedaży	20,8	20,2	19	18,1	22,4
Koszty zarządu	31,5	20,7	14,7	14,7	15,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	52,4	40,8	33,7	32,8	38,3
Liczba lokali sprzedanych	853	914	1 097	1 571	1 600
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany	0,061	0,045	0,031	0,021	0,024

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 21. Dom Development; Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	39,8	45,6	48,3
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,4	49,1	46,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	85,2	82,5	87,2	94,7	95,2
Liczba lokali sprzedanych	1436	1 605	1 889	2 383	2 750
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany	0,059	0,051	0,046	0,04	0,035

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 22. Ronson; Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P
Koszty sprzedaży	6,2	6,8	6,9	6,5	6,8
Koszty zarządu	16	15,9	18,2	18,8	20
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,2	22,7	25,1	25,3	26,8
Liczba lokali sprzedanych	381	572	711	906	930
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na lokal sprzedany	0,058	0,04	0,035	0,028	0,029

Źródło: spółki, szacunki DM BOŚ SA

Rotacja zapasów

Rotacja zapasów w Marvipolu Development jest daleka od ideału. W 2016 roku powinna wynieść 738 dni, a w ciągu kolejnych dwóch lat powinna wzrosnąć do ponad tysiąca dni zważywszy na planowane zakupy gruntu. W dłuższej perspektywie, po uporządkowaniu działalności i wzroście przychodów rotacja zapasów powinna się poprawić i spaść poniżej 800 dni.

Tabela 23. Marvipol Development; Pipeline projects

Projekt	Liczba przekazanych lokali					Marża zysku brutto na sprzedaży	Przychody (mln PLN)					Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)				
	2H16P	2017P	2018P	2019P	2020P		2H16P	2017P	2018P	2019P	2020P	2H16	2017P	2018P	2019P	2020P
Riviera Park E1	0	0	191	0	0	26,6%	0,0	0,0	50,9	0,0	0,0	0,0	0,0	13,5	0,0	0,0
Riviera Park E2	0	0	175	37	0	28,9%	0,0	0,0	47,6	10,1	0,0	0,0	0,0	13,8	2,9	0,0
Riviera Park E3	0	0	0	241	1	26,6%	0,0	0,0	0,0	69,0	0,3	0,0	0,0	18,4	0,1	
Riviera Park E4	0	0	0	249	41	27,5%	0,0	0,0	0,0	69,4	11,4	0,0	0,0	19,1	3,1	
Bemowo Residence	0	0	60	44	0	24,9%	0,0	0,0	17,6	12,9	0,0	0,0	0,0	4,4	3,2	0,0
17 stycznia	0	0	0	0	72	28,6%	0,0	0,0	0,0	0,0	22,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,3
Topiel	0	0	0	0	60	27,6%	0,0	0,0	0,0	0,0	41,7	0,0	0,0	0,0	0,0	11,5
Okrzei	0	0	0	66	9	24,5%	0,0	0,0	0,0	27,5	3,7	0,0	0,0	6,7	0,9	
Modzelewskiego	0	0	0	53	0	24,0%	0,0	0,0	0,0	35,5	0,0	0,0	0,0	8,5	0,0	
Petofiego	0	0	0	0	198	30,9%	0,0	0,0	0,0	0,0	75,1	0,0	0,0	0,0	0,0	23,2
Lizbońska	0	0	0	0	290	24,6%	0,0	0,0	0,0	0,0	107,4	0,0	0,0	0,0	0,0	26,4
Hill Park Apartments i inne	20	8	0	0	0	-20,0%	26,0	10,4	0,0	0,0	0,0	-5,2	-2,1	0,0	0,0	0,0
CPU 1A	30	15	0	0	1	21,6%	10,4	5,2	0,0	0,0	0,3	2,3	1,1	0,0	0,0	0,1
CPU 1B	378	42	0	4	0	26,0%	128,9	14,3	0,0	1,4	0,0	33,5	3,7	0,0	0,4	0,0
CPU 2A	0	238	9	0	0	23,5%	0,0	83,7	3,2	0,0	0,0	0,0	19,7	0,7	0,0	0,0
CPU 2B	0	254	32	0	0	25,8%	0,0	76,1	9,6	0,0	0,0	0,0	19,6	2,5	0,0	0,0
CPU 3	0	0	323	50	1	20,2%	0,0	0,0	92,6	14,3	0,3	0,0	0,0	18,7	2,9	0,1
CPU 4	0	0	0	442	34	20,4%	0,0	0,0	0,0	149,0	11,5	0,0	0,0	0,0	30,4	2,3
CPU 5	0	0	0	0	252	19,1%	0,0	0,0	0,0	0,0	71,4	0,0	0,0	0,0	0,0	13,6
Łącznie	428	557	790	1186	959		165,4	189,7	221,6	389,1	345,2	30,6	42,1	53,6	92,5	87,7

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

7. Sprawozdanie finansowe (MSSF, skonsolidowane)

Tabela 24. BAH; Bilans

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Majątek trwały	34.0	90.9	110.5	109.6	109.3	108.9	108.6	108.6	108.7	108.7	108.7
– niematerialny majątek trwały	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
– materialny majątek trwały	33.3	90.2	109.8	108.8	108.5	108.2	107.8	107.9	107.9	107.9	107.9
Finansowy majątek trwały	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8
– długoterminowy majątek trwały	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
– pozostałe długoterm. inwestycje	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Długoterm. rozliczenia międzyokresowe czynne	22.3	24.2	25.6	26.4	28.6	30.6	32.4	34.0	35.8	37.6	39.6
Bieżący majątek obrotowy	158.3	152.6	164.0	181.8	184.0	194.2	215.0	235.8	258.3	282.2	307.4
– zapasy	87.0	94.9	101.8	107.5	113.6	120.5	127.3	134.1	141.8	150.1	159.0
– należności handlowe netto	32.0	35.2	37.9	40.2	42.7	45.3	47.8	50.3	53.2	56.2	59.5
– środki pieniężne i ekwiwalenty	39.3	22.5	24.2	34.0	27.7	28.4	39.8	51.4	63.4	75.8	88.9
Rozliczenia międzyokresowe czynne	1.8	2.0	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.4
Aktywa	220.2	273.4	305.9	323.7	328.0	340.0	362.4	385.0	409.5	435.5	462.8
Kapitały własne	81.4	105.0	129.4	140.3	154.0	168.2	182.9	197.9	213.8	230.4	247.8
Rezerwy	16.6	18.2	19.5	20.6	21.9	23.3	24.7	26.0	27.5	29.0	30.7
Zobowiązania, w tym	121.8	149.8	156.5	162.2	151.4	147.8	154.2	160.4	167.6	175.3	183.5
– odsetkowe	43.2	63.2	63.2	63.2	46.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3
Rozliczenia międzyokresowe bierne	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
Pasywa	220.2	273.4	305.9	323.7	328.0	340.0	362.4	385.0	409.5	435.5	462.8
Wskaźniki:											
Dług/Kapitały własne	53%	60%	49%	45%	30%	22%	20%	18%	17%	16%	15%
Kapitał obrotowy netto/Aktywa ogółem	18%	16%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	15%	15%
Wskaźnik płynności bieżącej	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1
Wskaźnik płynności szybkiej	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
Sprzedaż / Aktywa ogółem	2.9	2.5	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Sprzedaż / kapitał obrotowy netto	16.4	15.0	15.1	15.1	15.3	15.4	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
Rotacja zapasów w dniach	52	58	58	58	57	57	57	57	57	57	57
Rotacja należności w dniach	18	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	47	52	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Cykl obrotu gotówki w dniach	23	25	25	25	24	24	24	24	24	24	24
ROA	15.2%	13.3%	11.8%	11.1%	11.7%	12.2%	12.3%	12.1%	12.0%	11.8%	11.7%
ROE	40.9%	35.1%	29.2%	25.9%	25.9%	25.4%	24.6%	23.8%	23.1%	22.5%	21.9%

Źródło: Spółka, szacunki DMBOS SA

Tabela 25. BAH; Rachunek wyników

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	571.4	628.1	678.0	718.6	763.2	809.1	854.6	898.9	950.0	1,004.6	1,062.8
Koszty sprzedaży	-524.1	-577.3	-624.1	-663.4	-703.9	-746.4	-788.6	-830.0	-877.8	-928.8	-983.4
Zysk ze sprzedaży	47.3	50.8	53.9	55.2	59.3	62.7	66.0	68.9	72.3	75.7	79.4
Wynik na pozostałej dział. operacyjnej	-7.6	-8.3	-9.0	-9.5	-10.1	-10.7	-11.3	-11.9	-12.6	-13.3	-14.1
EBITDA	40.3	43.1	47.6	49.2	52.7	55.5	58.1	60.5	63.1	65.8	68.7
EBIT	39.7	42.5	44.9	45.7	49.2	52.0	54.6	57.0	59.6	62.4	65.3
Wynik na dział. finansowej	-2.3	-2.1	-2.7	-2.6	-2.2	-1.5	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.6
Zysk przed opodatkowaniem	37.4	40.4	42.2	43.1	47.0	50.5	53.4	55.9	58.7	61.6	64.7
Podatek dochodowy	-7.1	-7.7	-8.0	-8.2	-8.9	-9.6	-10.1	-10.6	-11.2	-11.7	-12.3
Zysk netto	30.3	32.7	34.2	34.9	38.1	40.9	43.3	45.3	47.6	49.9	52.4
Marże:											
Zysku na sprzedaży	8.3%	8.1%	8.0%	7.7%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%	7.5%
EBITDA	7.1%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.6%	6.5%
EBIT	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%
Zysku przed opodatkowaniem	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	6.2%	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%
Zysku netto	5.3%	5.2%	5.0%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%
Wzrost nominalny:											
Przychodów ze sprzedaży	38%	10%	8%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%
Zysku ze sprzedaży	31%	7%	6%	2%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
EBITDA	32%	7%	10%	4%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
EBIT	30%	7%	6%	2%	8%	6%	5%	4%	5%	5%	5%
Zysku przed opodatkowaniem	31%	8%	5%	2%	9%	7%	6%	5%	5%	5%	5%
Zysku netto	22%	8%	5%	2%	9%	7%	6%	5%	5%	5%	5%

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 26. BAH; Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z dział. operacyjnej	14.4	31.9	36.5	39.0	40.4	42.1	44.3	46.4	48.0	50.0	52.0
Zysk netto	30.3	32.7	34.2	34.9	38.1	40.9	43.3	45.3	47.6	49.9	52.4
Amortyzacja	0.6	0.6	2.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4
Zmiana kapitału obrotowego	-13.7	-3.1	-2.9	-2.3	-2.4	-3.1	-3.1	-3.0	-3.4	-3.7	-3.9
Pozostałe	-2.8	1.6	2.6	2.8	1.2	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3	0.1
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-12.5	-57.5	-22.2	-2.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3.5	-3.5	-3.4	-3.4
Wydatki inwestycyjne	-12.5	-57.5	-22.2	-2.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3.5	-3.5	-3.4	-3.4
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z dział. finansowej	-17.8	8.8	-12.5	-26.6	-43.5	-38.2	-29.8	-31.3	-32.6	-34.1	-35.5
Zmiana długu netto	0.0	20.0	0.0	0.0	-16.9	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	-16.0	-9.1	-9.8	-23.9	-24.4	-26.7	-28.6	-30.3	-31.7	-33.3	-35.0
Pozostałe	-1.8	-2.1	-2.7	-2.6	-2.2	-1.5	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.6
Zmiana stanu gotówki	-15.9	-16.8	1.8	9.8	-6.3	0.7	11.4	11.6	12.0	12.5	13.0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 27. Marvipol Development; Bilans

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa											
Niematerialny majątek trwały	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Materialny majątek trwały	31.7	31.8	31.8	31.9	31.9	32.0	32.0	32.0	32.1	32.1	32.2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7	78.7
Długoterm. należności	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Pozostałe długoterm. koszty odroczone	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
Majątek trwały ogółem	167.6	167.6	167.7	167.7	167.8	167.8	167.9	167.9	168.0	168.0	168.1
Zapasy	377.7	467.1	541.9	561.7	605.9	620.7	635.7	651.1	666.8	678.3	689.3
Należności handlowe i inne	23.0	19.8	23.0	39.7	35.4	41.9	43.2	44.5	45.8	47.1	48.5
Pozostały majątek obrotowy	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121.7	73.1	111.1	169.9	122.4	148.0	154.1	160.8	168.2	200.8	214.9
Majątek obrotowy ogółem	525.6	563.2	679.2	774.6	766.8	813.9	836.2	859.6	884.0	929.4	955.9
Zobowiązania ogółem	693.2	730.9	846.9	942.3	934.6	981.7	1,004.1	1,027.5	1,052.0	1,097.4	1,123.9
Pasywa											
Kapitał akcyjny	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
Emisja akcji i akcje własne	284.9	286.4	291.9	300.7	318.0	333.7	348.4	363.9	380.2	397.4	415.4
Kapitał zabezpieczający	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Niepodzielony wynik finansowy	1.5	5.5	12.6	43.2	39.3	36.7	38.8	40.8	43.0	45.0	47.2
Kapitał własny ogółem	295.2	300.7	313.3	352.7	366.1	379.2	396.0	413.5	432.0	451.3	471.4
Długoterm. kredyty i pożyczki	137.9	187.9	257.9	237.9	237.9	237.9	237.9	237.9	237.9	257.9	257.9
Pozostałe	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1
Długoterm. zobowiązania ogółem	191.0	241.0	311.0	291.0	291.0	291.0	291.0	291.0	291.0	311.0	311.0
Zobowiązania handlowe i inne	43.2	34.3	38.9	68.5	59.6	75.3	77.6	79.8	82.2	84.6	87.1
Krótkoterm. kredyty i pożyczki	100.0	100.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
Krótkoterm. zobowiązania podatkowe	1.6	1.4	1.6	2.8	2.4	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
Rozliczenia międzyokresowe czynne	62.2	53.5	62.1	107.3	95.4	113.2	116.6	120.0	123.6	127.3	131.0
Krótkoterm. zobowiązania ogółem	207.0	189.1	222.6	298.6	277.5	311.5	317.1	323.0	329.0	335.1	341.5
Zobowiązania ogółem	398.0	430.2	533.6	589.6	568.5	602.5	608.2	614.0	620.0	646.2	652.5
Pasywa ogółem	693.2	730.9	846.9	942.3	934.6	981.7	1,004.1	1,027.5	1,052.0	1,097.4	1,123.9

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 28. Marvipol Development; Rachunek wyników

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	230.3	198.0	229.9	397.4	353.5	419.3	431.8	444.6	457.7	471.3	485.3
Przychody ze sprzedaży na dział. mieszkaniowej	222.0	189.7	221.6	389.1	345.2	411.0	423.5	436.3	449.4	463.0	477.0
Przychody ze sprzedaży Prosta Tower	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
Koszt sprzedaży	-188.0	-149.1	-169.3	-298.0	-258.9	-327.6	-337.2	-347.2	-357.4	-367.9	-378.8
Koszty dział. mieszkaniowej	-185.6	-147.6	-167.9	-296.6	-257.5	-326.2	-335.8	-345.8	-356.0	-366.5	-377.4
Koszty Prosta Tower	-2.4	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
Zysk brutto na sprzedaży	42.3	48.9	60.5	99.4	94.6	91.7	94.5	97.4	100.3	103.4	106.5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-33.3	-33.6	-33.9	-34.3	-34.6	-34.9	-35.3	-35.6	-36.0	-36.4	-36.7
Zysk/strata na rewaluacji powierzchni magazynowej	6.0	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostały zysk operacyjny	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Pozostałe koszty operacyjne	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
Zysk operacyjny	15.1	23.9	26.6	65.1	60.0	56.8	59.2	61.7	64.3	67.0	69.8
Zysk finansowy	1.3	1.0	0.9	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.8	2.1
Koszty finansowe	-8.6	-9.5	-12.0	-13.2	-12.9	-12.9	-12.9	-12.9	-12.9	-13.2	-13.6
Zysk przed opodatkowaniem	7.8	15.4	15.5	53.3	48.6	45.3	47.9	50.4	53.1	55.6	58.2
Podatek dochodowy	-0.3	-1.3	-3.0	-10.1	-9.2	-8.6	-9.1	-9.6	-10.1	-10.6	-11.1
Zysk netto	7.5	14.1	12.6	43.2	39.3	36.7	38.8	40.8	43.0	45.0	47.2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 29. Marvipol Development; Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z dział. operacyjnej											
Zysk przed opodatkowaniem	1.8	6.8	15.5	53.3	48.6	45.3	47.9	50.4	53.1	55.6	58.2
Korekty:											
Amortyzacja	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Zysk/strata na dział. inwestycyjnej	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Odsetki zapłacone i naliczone	14.3	15.8	20.0	22.1	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	22.1	22.7
Zmiana kapitału obrotowego:											
Zmiana zapasów	4.3	-89.4	-74.8	-19.8	-44.2	-14.8	-15.1	-15.4	-15.7	-11.4	-11.0
Zmiana należności	1.8	3.2	-3.2	-16.8	4.4	-6.6	-1.2	-1.3	-1.3	-1.4	-1.4
Zmiana zobowiązań krótkotermin. z wyłączeniem kredytów i pożyczek	8.1	-9.2	4.9	30.8	-9.3	16.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6
Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych	-37.8	-8.7	8.6	45.2	-11.8	17.8	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8
Przepływy z dział. operacyjnej	-5.1	-79.2	-26.6	117.2	11.5	81.8	61.0	63.4	65.9	73.5	77.3
Zapłacone odsetki	-14.3	-15.8	-20.0	-22.1	-21.5	-21.5	-21.5	-21.5	-21.5	-22.1	-22.7
Podatek zapłacony	-0.3	-1.3	-3.0	-10.1	-9.2	-8.6	-9.1	-9.6	-10.1	-10.6	-11.1
Przepływy netto z dział. operacyjnej	-19.8	-96.2	-49.6	85.0	-19.2	51.7	30.5	32.4	34.4	40.8	43.5
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
Przepływy netto z dział. inwestycyjnej	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	-1.3	50.0	90.0	-20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	-3.8	-25.9	-23.6	-22.0	-23.3	-24.5	-25.8	-27.0
Przepływy z dział. finansowej	-1.3	50.0	90.0	-23.8	-25.9	-23.6	-22.0	-23.3	-24.5	-5.8	-27.0
Zmiana stanu gotówki ekwiwalentów pieniężnych	-23.5	-48.6	38.0	58.8	-47.5	25.7	6.0	6.7	7.4	32.6	14.1

Źródło: Spółka, szacunki DMB OŚ SA

Tabela 30. Marvipol Development; Wskaźniki

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wzrost sprzedaży (r/r)	n.a.	-14%	16%	73%	-11%	19%	3%	3%	3%	3%	3%
Wzrost zysku brutto (r/r)	n.a.	15%	24%	64%	-5%	-3%	3%	3%	3%	3%	3%
Wzrost EBITDA (r/r)	n.a.	54%	64%	133%	-8%	-5%	4%	4%	4%	4%	4%
Wzrost zysku operacyjnego (r/r)	n.a.	68%	74%	145%	-8%	-5%	4%	4%	4%	4%	4%
Wzrost zysku netto (r/r)	n.a.	269%	129%	243%	-9%	-7%	6%	5%	5%	5%	5%
Rotacja należności w dniach	38	39	34	29	39	34	36	36	36	36	36
Rotacja zapasów w dniach	738	1,034	1,088	676	823	683	680	676	673	667	659
Rotacja zobowiązań w dniach	79	99	82	68	94	78	86	86	86	86	86
Cykl obrotu gotówki	696	975	1,039	636	768	639	630	627	623	617	609
Wskaźnik płynności bieżącej	2.5	3.0	3.1	2.6	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8
Wskaźnik płynności szybkiej	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Sprzedaż kasowa/sprzedaż memoriałowa	99%	98%	101%	104%	99%	102%	100%	100%	100%	100%	100%
Kasowe koszty operacyjne/ memoriałowe koszty operacyjne	95%	155%	135%	97%	118%	100%	104%	104%	104%	103%	103%
Zmiana kapitału obrotowego netto /sprzedaż	155%	228%	228%	133%	164%	139%	139%	138%	137%	135%	133%
Przepływy operacyjne/EBIT	-57%	-518%	-100%	180%	19%	144%	103%	103%	103%	110%	111%
Marża brutto	18.4%	24.7%	26.3%	25.0%	26.8%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
Marża EBITDA	5.0%	8.9%	12.6%	17.0%	17.6%	14.1%	14.3%	14.4%	14.6%	14.7%	14.9%
Marża EBIT	3.9%	7.7%	11.6%	16.4%	17.0%	13.5%	13.7%	13.9%	14.1%	14.2%	14.4%
Marża przed opodatkowaniem	0.8%	3.4%	6.8%	13.4%	13.7%	10.8%	11.1%	11.3%	11.6%	11.8%	12.0%
Marża netto	0.6%	2.8%	5.5%	10.9%	11.1%	8.7%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%	9.7%
ROE	0.5%	1.8%	4.1%	13.0%	10.9%	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%
ROA	0.1%	0.5%	1.0%	3.2%	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%

Źródło: Spółka, szacunki DMB OŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Skorygowana marża odsetkowa netto – Marża odsetkowa netto, w której wynik netto z odsetek został skorygowany o wynik z wyceny punktów SWAP.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Sprzed odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji i pozostałych kosztów operacyjnych do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „poniżej standardu”, „wątpliwe”, lub „stracone”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami celowymi.

Rezerwy celowe – Rezerwy utworzone przez bank na pokrycie ryzyka związanego z działalnością kredytową.

Rezerwa na ryzyko ogólne – Rezerwa, jaką mogą tworzyć banki na pokrycie ryzyk nie objętych rezerwami celowymi.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanyymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Maciej Guzek
tel.: +48 (22) 504 32 27
m.guzek@bossa.pl

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ).

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy o udostępnianie rekomendacji sporządzonych przez DM BOŚ lub innej umowy zawierającej zobowiązanie DM BOŚ do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom DM BOŚ w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora DM BOŚ. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w siódmym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ wysłała raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępniła je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM BOŚ, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ S.A. podpisał umowę z Marvipol i Marvipol Development o obsługę oferty publicznej akcji tych spółek.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Niniejsze opracowanie stanowi tłumaczenie pełnej lub skróconej wersji raportu, który sporządzono w języku angielskim.
W razie rozbieżności językowych rozstrzyga wersja angielska.
Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie www.bossa.pl.

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Surowce, deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Copyright © 2016 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104