

# Marvipol

Deweloperzy | Polska

**Cena docelowa: PLN 10.5**

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Podwyższamy prognozę zysku netto o 5% do PLN 35m w 2015p oraz pozostawiamy PLN 47m w 2016p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/BV na poziomie 0.82x oraz P/E w wysokości 7.7x w 2015p.

9 grudnia 2015

## Oczekujemy istotnej poprawy wyników w 4Q15

Oczekujemy istotnej poprawy wyników Marvipolu w 4Q15 i podwyższamy nasze prognozy przychodów i zysków spółki w 2015r. Prognozujemy, że dzięki przekazaniu blisko 430 mieszkań (w tym 395 w CPU 1A) oraz sprzedaży 353 aut JLR w 4Q15, spółka wygeneruje całoroczne przychody w wysokości PLN 670m oraz zysk netto PLN 34.6m (zmiana odpowiednio o +4% i +5% względem poprzedniej prognozy). W kolejnych latach oczekujemy, że wsparciem dla wyników segmentu mieszkaniowego będą zakupione grunty (obecny bank ziemi na ok. 2,800 mieszkań). Z kolei w segmencie motoryzacyjnym oczekujemy przedłużenia współpracy z JLRL (spółka otrzymała od JLRL list intencyjny dotyczący nowych umów, importerskiej i dystrybucyjnej na terenie Polski), rozwoju sieci dilerkiej o kolejne dwa punkty w 2016p oraz wzrostu sprzedaży aut JLR w oparciu o nowe modele (Jaguar XE i F-Pace) i rozwój sprzedaży flotowej. Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

**Wyższe prognozy na 2015 dzięki oczekiwany dobrym wynikom za 4Q15.** Kluczowy dla całorocznych wyników spółki pozostaje 4Q15, kiedy spółka rozpoczęła przekazania w ramach projektu CPU 1A (471 mieszkań). Oczekujemy, że dzięki przekazaniu blisko 430 mieszkań oraz sprzedaży 353 aut JLR w 4Q15 spółka wygeneruje w 2015p przychody na poziomie PLN 670m oraz zysk netto PLN 35m (zmiana prognozy odpowiednio o 4% i 5% ze względu na wyższą liczbę przekazania oraz wyższą od poprzednio oczekiwaną rentowność projektu CPU).

**Potencjał wzrostu w kolejnych latach.** Obecnie spółka posiada bank ziemi na ok. 2,800 mieszkań oraz jest w trakcie negocjacji zakupu gruntów na Powiślu oraz Starej Pradze. Oczekujemy, że posiadany oraz potencjalny bank ziemi pozwolą spółce na zwiększanie przedsprzedaży w kolejnych kwartałach (605 w 2016p oraz 724 w 2017p). W segmencie motoryzacyjnym nieznacznie obniżamy prognozę rentowności operacyjnej w nadchodzących latach ze względu na rozwój sprzedaży flotowej oraz rosnący udział tańszego modelu Jaguar XE. W latach 2016-17p prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 46.5m oraz PLN 41.9m (zmiana prognozy o 0% oraz +3%).

**Dalsza współpraca z JLRL motorem rozwoju segmentu motoryzacyjnego.** Dnia 30 listopada spółka otrzymała od Jaguar Land Rover Limited list intencyjny, którego przedmiotem jest wyrażenie intencji zawarcia przez JLRL nowych umów, importerskiej i dystrybucyjnej pojazdów Jaguar Land Rover na terenie Polski. Obecnie spółka jest w trakcie negocjacji warunków umowy (finalna umowa powinna zostać podpisana do czerwca 2016r.). Szacujemy, że segment motoryzacyjny wygeneruje ok. 53% EBIT w 2015p oraz 49% w 2016p.

**Wycena.** Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2015p P/BV na 0.82x oraz na 2015p P/E na 7.7x.

### Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody (PLNm)	378.0	506.0	761.2	669.5	679.0	702.6
EBITDA (PLNm)	39.8	40.0	79.8	58.3	71.1	63.2
EBIT (PLNm)	36.5	36.5	76.8	54.9	67.0	59.1
Zysk netto (PLNm)	17.7	13.6	48.4	34.6	46.5	41.9
P/E (x)	13.4	19.6	5.6	7.7	5.8	6.4
EV/EBITDA (x)	16.0	14.7	5.8	6.4	6.1	3.9
P/BV (x)	1.09	1.08	0.91	0.82	0.72	0.64

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

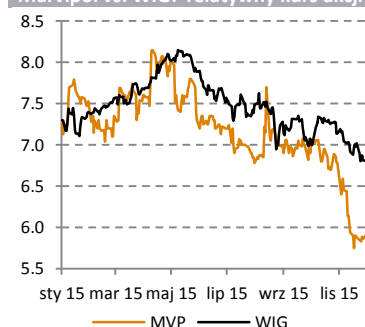
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	5.8
Potencjał wzrostu/spadku	81%
Min (52T)	5.6
Max (52T)	8.4
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	240.6
Dług netto (3Q15, PLNm)	107.8
	348.3
EV (PLNm)	
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.04

Akcjonariat	
	%
Książek Holding	70.7
Mariusz Książek	5.0
Pioneer Pekao IM	6.9
PZU TFI	5.2
Pozostali	12.3

### Opis spółki

Marvipol prowadzi działalność w czterech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka posiada w ofercie sześć projektów mieszkaniowych, w tym kluczowy projekt Central Park Ursynów), sprzedaż samochodów (wyłączny przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin), myjnie (sieć Robo Wash) oraz segment najmu (biurowiec Prosta Tower w Warszawie).

### Marvipol vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański  
Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl



## Wycena

Szacujemy wartość Marvipolu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Wartość segmentu najmu oraz segmentu myjni ustalamy w oparciu o ich wartość księgową. Pozostawiamy cenę docelową Marvipolu na poziomie PLN 10.5/akcję.

**Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki**

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	297
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	192
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	85
+ Wartość bieżąca segmentu myjni (EV, PLNm)	6
- Dług netto (na koniec 4Q14, PLNm)	196
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	384
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.3
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>10.5</b>
Cena rynkowa (PLN)	5.8
Potencjał wzrostu/spadku (%)	81%

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena segmentu mieszkaniowego

Wyceniamy segment mieszkaniowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą. Szacujemy wartość segmentu (EV) na poziomie PLN 297m.

**Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego**

Metoda DCF (PLNm)	328
Metoda porównawcza (PLNm)	265
<b>Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)</b>	<b>297</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 4. Marvipol: Wycena DCF segmentu mieszkaniowego (PLNm)**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Przychody	258.9	217.4	213.7	250.0	254.9
Znorm. EBITDA	21.5	20.5	20.9	25.7	26.9
Znorm. EBIT	20.7	19.7	20.0	24.9	26.0
Podatek od EBIT	-3.9	-3.7	-3.8	-4.7	-4.9
NOPAT	16.8	15.9	16.2	20.1	21.1
Amortyzacja	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Zmiany w kapitale obrotowym	88.2	18.2	32.2	16.1	75.4
Capex	-25.7	-90.3	113.6	-0.9	-0.9
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>80.1</b>	<b>-55.4</b>	<b>162.9</b>	<b>36.2</b>	<b>96.5</b>
Czynnik dyskontowy (%)	99%	90%	82%	75%	68%
Wartość bieżąca FCF	79.6	-50.1	133.8	27.1	65.6
Wartość bieżąca FCF 2015-2019p	181				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	147				
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>328</b>				

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego**

	2015-2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.0	1.4
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.6%</b>	<b>10.2%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>
% D	45.9%	16.0%
% E	54.1%	84.0%
<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.8%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 6. Marvipol: wrażliwość modelu DCF**

		WACC 2015-19p (%)				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	325	320	315	310	305
	-0.5%	332	326	321	316	311
	0.0%	339	334	328	323	318
	0.5%	347	342	336	331	325
	1.0%	356	351	345	339	334

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 7. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2015p	2016p	2017p
Dom Development Sa	54.0	1,338	1.52	1.49	1.48
Lc Corp Sa	1.6	725	0.55	0.50	0.46
Robyg Sa	2.7	702	1.42	1.34	1.26
Ronson Europe Nv	1.4	368	0.81	0.78	0.73
Vantage	2.7	168	0.50	0.47	0.44
JHM	1.1	79	0.26	0.25	0.25
Mediana			0.68	0.64	0.59
Marvipol (segment mieszkaniowy)	5.8	240.6	0.91	0.85	0.81
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			284	339	174
<b>Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)</b>	<b>265</b>				

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena segmentu samochodowego

Wyceniamy segment samochodowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą (przyjmując 50% dyskonto do spółek porównywalnych, ze względu na mniejszą skalę oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu). Wyceniamy wartość segmentu (EV) na PLN 199m.

**Tabela 8. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego**

Metoda DCF (PLNm)	249
Metoda porównawcza (PLNm)	135
<b>Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)</b>	<b>199</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 9. Marvipol: Wycena DCF segmentu samochodowego (PLNm)**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	383.8	435.1	462.9	490.9	512.2	521.4	526.6	531.8	537.2	542.5
Znorm. EBITDA	32.6	36.9	39.2	41.5	43.2	44.0	45.0	45.5	47.0	47.5
Znorm. EBIT	31.7	35.7	38.0	40.3	42.0	42.8	43.9	44.3	45.9	46.3
Podatek od EBIT	-6.0	-6.8	-7.2	-7.7	-8.0	-8.1	-8.3	-8.4	-8.7	-8.8
NOPAT	25.7	28.9	30.8	32.6	34.1	34.7	35.5	35.9	37.2	37.5
Amortyzacja	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Zmiany w kapitale obrotowym	0.4	-21.7	-1.3	-1.5	-2.8	-4.8	-5.7	-6.1	-6.4	-6.7
Capex	-9.0	-13.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>18.0</b>	<b>-4.8</b>	<b>29.4</b>	<b>31.1</b>	<b>31.2</b>	<b>29.8</b>	<b>29.8</b>	<b>29.8</b>	<b>30.7</b>	<b>30.7</b>
Czynnik dyskontowy (%)	99%	89%	80%	71%	64%	57%	51%	46%	41%	37%
Wartość bieżąca FCF	17.9	-4.3	23.4	22.1	19.9	17.0	15.2	13.6	12.6	11.2
Wartość bieżąca FCF 2015-2024p	132									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	117									
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>249</b>									

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 10. Marvipol: WACC segmentu samochodowego**

	2015-24p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.3	1.7
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.7%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>
% D	29.9%	1.5%
% E	70.1%	98.5%
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 11. Marvipol: wrażliwość modelu DCF**

		WACC 2015-24p (%)				
		10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	265	252	240	229	218
	-0.5%	271	257	244	233	222
	0.0%	277	262	<b>249</b>	237	226
	0.5%	284	268	254	241	230
	1.0%	291	275	260	246	234

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Carmax Inc	59.2	47,571	22.7	18.8	16.8	19.3	18.1	17.7
Autonation Inc	63.5	27,860	15.3	13.3	12.1	9.1	8.2	7.8
Inchcape Plc	778.5	20,393	15.4	14.0	13.2	8.77	8.06	7.46
Penske Automotive Group Inc	45.8	16,367	12.2	11.0	10.0	8.0	7.0	6.4
Asbury Automotive Group	73.8	7,427	13.0	11.7	10.6	8.1	7.7	6.9
Group 1 Automotive Inc	79.0	7,420	11.0	10.0	9.3	7.7	7.0	6.5
D'leteren Sa/Nv	32.8	7,806	11.4	12.9	11.6	6.8	6.9	6.3
Lithia Motors Inc-Cl A	124.0	12,902	17.8	16.2	14.7	10.7	9.5	8.7
Sonic Automotive Inc-Class A	23.9	4,711	12.1	10.8	9.9	6.5	6.0	5.0
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	11.2	3,400	7.8	8.4	7.3	8.0	8.0	7.0
Lookers Plc	173.2	4,076	12.2	10.9	10.4	8.2	7.1	6.7
Bilia Ab-A Shs	195.5	4,605	17.0	16.2	15.3	7.9	8.6	8.2
Pendragon Plc	45.3	3,959	12.6	11.9	11.3	5.5	5.2	4.8
Mediana			12.6	11.9	11.3	8.0	7.7	6.9
Marvipol (segment samochodowy)	5.8	241	11.2	9.8	9.2	8.2	7.5	6.4
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			276	306	286	240	262	248
Dyskonto do wyceny	50%							
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>135</b>							

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena segmentu najmu

Wyceniamy segmentu najmu w oparciu o wartość projektu Prosta Tower, dla którego zakładamy NOI na poziomie PLN 6.0m oraz stopę kapitalizacji w wysokości 7%.

**Tabela 13. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower**

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena Vestor DM (PLNm)
Prosta Tower	6,084	6.0	7%	85.4

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

## Omówienie wyników za 3Q15

- W 3Q15 spółka zaraportowała przychody ze sprzedaży na poziomie PLN 112m (-57% r/r). Przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 23.2m (w porównaniu do PLN 172.8m rok wcześniej). W 3Q15 spółka przekazała 39 mieszkań (w tym głównie OZI i Art Eco). Z kolei przy sprzedaży 277 aut JLR, przychody segmentu motoryzacyjnego wyniosły PLN 84.1m (wzrost o 3% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wyniosła 11.6% (rentowność OZI na poziomie 24%, Art Eco na poziomie 11.5%).
- Marża operacyjna wyniosła 2% (vs. 10% w 3Q14). Ze względu na niską liczbę przekazanych lokali, segment mieszkaniowy wygenerował stratę operacyjną na poziomie PLN 4.7m. Z kolei segment motoryzacyjny zaraportował zysk operacyjny PLN 5.0m (marża operacyjna 5.9%, 0.4pp powyżej naszych oczekiwań). EBIT wyniósł PLN 2.4m.
- Spółka zaraportowała zysk netto na poziomie PLN 16tys. (vs. PLN 17.7m w 3Q14).
- Na koniec 3Q15 spółka posiadała zadłużenie netto na poziomie PLN 107.8m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.35x. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 10.6m (vs. PLN 4.9m w 3Q14).

**Tabela 14. Marvipol: Wyniki za 3Q15 (PLNm)**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	r/r, %
Przedsprzedaż mieszkań	257	123	155	243	137	125	168	8%
Przekazania mieszkań	238	58	444	178	72	55	39	-91%
Sprzedaż samochodów	287	334	239	258	344	312	277	16%
Przychody	190.3	144.2	261.8	164.9	161.8	149.8	112.0	-57%
Segment mieszkaniowy	104.9	32.4	172.8	88.5	43.0	35.3	23.2	-87%
Segment samochodowy	77.6	103.4	81.4	70.2	112.6	108.3	84.1	3%
Najem	1.7	1.8	2.0	1.9	1.9	1.5	1.9	-5%
Myjnie	2.9	2.4	2.1	2.3	2.7	2.7	2.3	9%
Pozostałe	3.2	4.2	3.6	2.0	1.6	2.1	0.6	-85%
Usługi obce	86.2	30.8	155.0	83.3	41.0	41.1	28.7	-82%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	62.8	83.3	67.4	60.3	97.1	87.1	71.0	5%
Pozostałe koszty operacyjne	13.0	13.9	12.3	16.3	12.1	12.1	10.0	-19%
<b>EBITDA</b>	<b>29.0</b>	<b>16.6</b>	<b>27.9</b>	<b>5.8</b>	<b>12.4</b>	<b>10.3</b>	<b>3.3</b>	<b>-88%</b>
<b>EBIT</b>	<b>28.2</b>	<b>16.1</b>	<b>27.1</b>	<b>5.0</b>	<b>11.6</b>	<b>9.5</b>	<b>2.4</b>	<b>-91%</b>
Segment mieszkaniowy	18.9	0.9	20.0	2.6	1.0	-2.3	-4.7	-123%
Segment samochodowy	7.7	12.5	5.6	1.8	9.1	10.7	5.0	-11%
Najem	1.1	1.1	1.4	0.7	0.6	0.7	1.1	-16%
Myjnie	0.6	1.5	0.0	0.2	0.7	0.4	0.2	1425%
Koszty finansowe netto	5.0	4.3	5.1	3.1	4.2	2.8	3.3	-37%
Zysk przed opodatkowaniem	23.2	11.8	21.9	1.8	7.4	6.8	-0.9	-104%
Podatek dochodowy	3.5	2.3	4.2	0.8	2.2	1.0	-0.9	-120%
<b>Zysk netto</b>	<b>19.7</b>	<b>9.5</b>	<b>17.7</b>	<b>1.1</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>0.0</b>	<b>-100%</b>

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Poniżej przedstawiamy podsumowanie ze spotkania powynikowego z zarządem spółki:

- Oferta mieszkaniowa na poziomie 552 mieszkań na koniec 3Q15.** Na koniec 3Q15 spółka posiadała ofertę mieszkaniową w wysokości 552 mieszkań, z czego 113 stanowiły mieszkania zlokalizowane w inwestycjach zakończonych. Przy sprzedaży na poziomie 133 mieszkań w październiku i listopadzie oferta mieszkaniowa skurczyła się do 419 mieszkań na koniec listopada 2015r. W 1Q16 spółka planuje wprowadzenie do oferty kolejnych etapów CPU (2A i 2B na łącznie ponad 500 mieszkań), jak również możliwe jest wprowadzenie do sprzedaży pierwszego etapu projektu przy Kanale Żerańskim (ok. 190 mieszkań) oraz na Bemowie (ok. 100 mieszkań).
- Bank ziemi na ok. 2,800 mieszkań.** Obecnie spółka dysponuje bankiem ziemi na ok. 2,800 mieszkań: kolejne etapy CPU (ok. 1,630 mieszkań), Kanał Żerański (ok. 1,000

mieszkań), Bemowo (ok. 100 mieszkań), Okęcie (ok. 70 mieszkań). Dodatkowo spółka ma 4 przedwstępne umowy na zakup kolejnych działek w Warszawie (potencjalnie Bielany, Powiśle, Stara Praga). Spółka szacuje, że wydatki na grunty w latach 2016-18 mogą osiągnąć poziom ok. PLN 65m.

- **Plan przedsprzedaży ok. 600 mieszkań w 2015r. oraz wzrost sprzedaży o 20% w kolejnych dwóch latach.** W okresie sty-lis 2015 spółka przedsprzedała 563 mieszkania. Spółka liczy, że w skali całego 2015r. osiągnie przedsprzedaż na poziomie ok. 600 mieszkań (vs. 776 w 2014r.). W oparciu o posiadany bank ziemi spółka widzi potencjał do zwiększenia sprzedaży o ok. 20% r/r w 2016r i 2017r.
- **Plan przekazania ok. 600 mieszkań w 2015r.** Kluczowy dla wyników segmentu mieszkaniowego w 2015r. pozostaje 4Q, kiedy spółka rozpoczęła przekazania w ramach projektu CPU (spółka poinformowała, że dotychczas przekazała ok. 300 mieszkań w 4Q15). Na koniec 3Q15 projekt CPU był sprzedany w ok. 90% (łącznie wartość umów na poziomie PLN 144m). Na koniec 3Q15 spółka posiadała 758 mieszkań sprzedanych, ale nieprzekazanych.
- **Plan sprzedaży ponad 1,600 aut JLR w 2016r. i ponad 1,900 w 2017r.** W okresie sty-lis 2015r. spółka sprzedała 1,179 aut JLR. W skali całego roku spółka oczekuje osiągnąć sprzedaż na poziomie ok 1,300 aut. Przypominamy, że 30 listopada spółka otrzymała list intencyjny od Jaguar Land Rover Limited list intencyjny dotyczący zawarcia nowych umów importerskiej i dystrybucyjnej. Dokładne warunki umowy będą negocjowane w ciągu najbliższych sześciu miesięcy a umowa finalnie powinna zostać podpisana do czerwca 2016r. W 2016r. spółka planuje również uruchomienie kolejnych dilerstw w Warszawie oraz w Gdańsku (w 2017r. potencjalnie Szczecin oraz Rzeszów lub Lublin). Dodatkowo wsparciem dla sprzedaży aut JLR w kolejnych kwartałach powinien być (poza wprowadzonymi do sprzedaży w czerwcu 2015 Jaguarem XE oraz Land Roverem Discovery Sport) crossover Jaguar F-Pace, którego start sprzedaży planowany jest na 2Q16. Dodatkowo spółka planuje rozwój programu sprzedaży flotowej. W rezultacie spółka oczekuje wzrostu sprzedaży aut JLR do ok. 1,600 aut w 2016r., ponad 1,900 w 2017r. oraz ponad 2,000 w 2018r. Ze względu na sprzedaż tańszych modeli (Jaguar XE) oraz uruchamianie sprzedaży flotowej, rentowność operacyjna segmentu może ulec nieznacznemu pogorszeniu.

## Zmiana prognoz finansowych

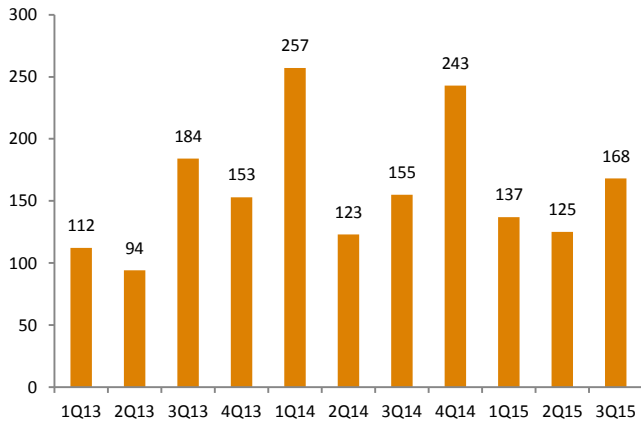
Tabela 15. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Przedsprzedaż	611	567	8%	605	620	-2%	724	670	8%
Przekazania	594	542	10%	566	596	-5%	627	625	0%
Sprzedaż aut	1,286	1,286	0%	1,620	1,672	-3%	1,814	1,839	-1%
<b>Przychody</b>	669.5	646.7	4%	679.0	696.4	-3%	702.6	703.4	0%
Działalność deweloperska	258.9	237.5	9%	217.4	222.2	-2%	213.7	209.5	2%
Myjnie	9.9	8.6	16%	10.3	8.9	16%	10.7	9.2	16%
Sprzedaż samochodów	386.5	386.5	0%	438.2	452.2	-3%	466.1	472.6	-1%
Najem	7.6	7.6	0%	6.6	6.6	0%	5.6	5.6	0%
Pozostałe	6.5	6.5	0%	6.5	6.5	0%	6.5	6.5	0%
<b>EBITDA</b>	58.3	56.9	2%	71.1	72.0	-1%	63.2	62.8	1%
<b>EBIT</b>	54.9	53.5	3%	67.0	67.9	-1%	59.1	58.7	1%
Działalność deweloperska	20.7	19.5	6%	19.7	19.2	3%	20.0	18.8	7%
Myjnie	1.4	1.2	16%	1.4	1.2	16%	1.5	1.3	16%
Sprzedaż samochodów	29.0	29.0	0%	32.7	34.4	-5%	34.8	35.9	-3%
Najem	3.8	3.8	0%	3.3	3.3	0%	2.8	2.8	0%
Pozostałe	0.0	0.0	n.m.	9.9	9.9	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk netto</b>	34.6	33.0	5%	46.5	46.4	0%	41.9	40.7	3%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

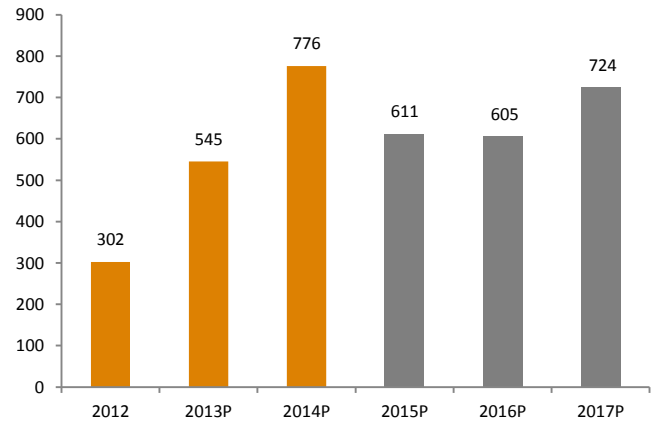
# Załącznik 1: Założenia i prognozy

**Wykres 1. Marvipol: Przeprowadzenie mieszkań w ujęciu kwartalnym**



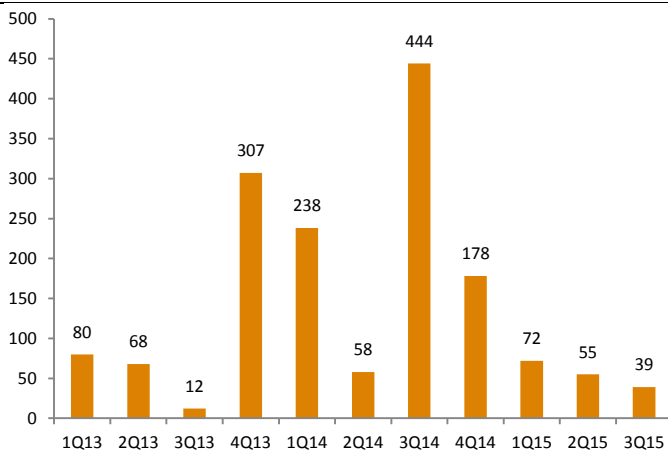
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 2. Marvipol: Prognoza przeprowadzenia mieszkań**



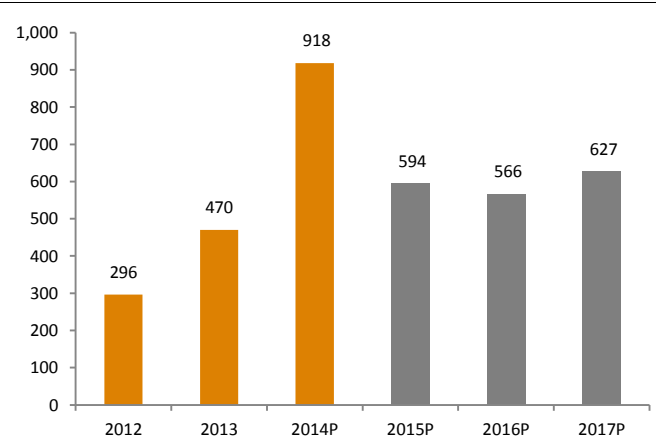
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym**



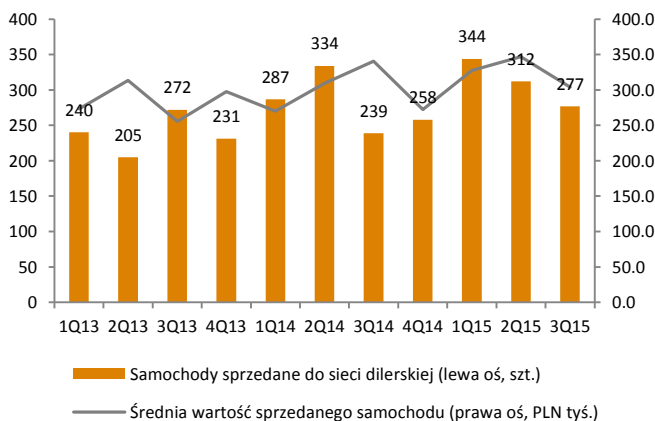
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań**



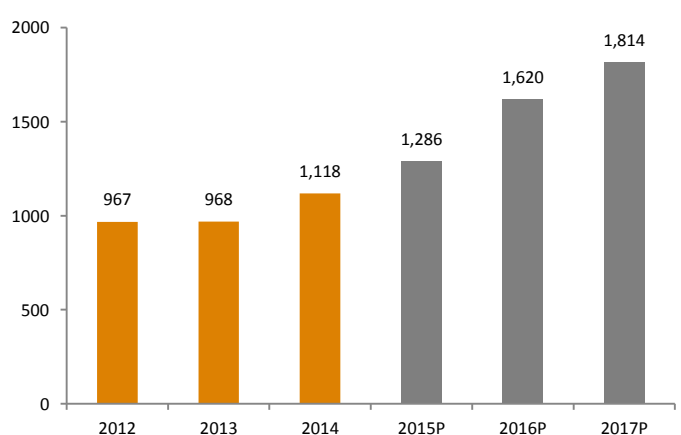
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 5. Marvipol: Sprzedaż samochodów JLR w ujęciu kwartalnym**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 6. Marvipol: Prognoza sprzedaży samochodów JLR**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM



**Tabela 16. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)**

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody</b>	<b>378.0</b>	<b>506.0</b>	<b>761.2</b>	<b>669.5</b>	<b>679.0</b>	<b>702.6</b>
Działalność deweloperska	94.2	210.5	398.5	258.9	217.4	213.7
Myjnie	9.4	9.7	9.7	9.9	10.3	10.7
Sprzedaż samochodów	243.5	268.2	332.5	386.5	438.2	466.1
Najem	7.3	5.9	7.5	7.6	6.6	5.6
Pozostałe	23.6	11.7	13.0	6.5	6.5	6.5
Usługi obce	94.4	198.0	355.4	237.8	203.7	204.2
Wartość sprzedanych towarów i usług	203.1	220.3	273.9	328.0	371.8	395.5
Pozostałe koszty operacyjne	44.1	51.2	55.1	48.7	36.5	43.7
<b>EBITDA</b>	<b>39.8</b>	<b>40.0</b>	<b>79.8</b>	<b>58.3</b>	<b>71.1</b>	<b>63.2</b>
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
<b>EBIT</b>	<b>36.5</b>	<b>36.5</b>	<b>76.8</b>	<b>54.9</b>	<b>67.0</b>	<b>59.1</b>
Działalność deweloperska	9.0	25.8	42.5	20.7	19.7	20.0
Myjnie	0.8	0.4	2.2	1.4	1.4	1.5
Sprzedaż samochodów	13.7	19.7	27.5	29.0	32.7	34.8
Najem	-0.3	-0.7	4.3	3.8	3.3	2.8
Pozostałe	13.4	-8.6	-0.2	0.0	9.9	0.0
Koszty finansowe netto	14.1	15.5	17.5	12.2	9.6	7.4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>22.4</b>	<b>21.0</b>	<b>59.3</b>	<b>42.7</b>	<b>57.4</b>	<b>51.7</b>
Podatek dochodowy	4.7	7.4	10.8	8.1	10.9	9.8
<b>Zysk netto</b>	<b>17.7</b>	<b>13.6</b>	<b>48.4</b>	<b>34.6</b>	<b>46.5</b>	<b>41.9</b>
<b>Rentowność operacyjna (%)</b>						
Działalność deweloperska	9.5%	12.2%	10.7%	8.0%	9.1%	9.4%
Myjnie	8.2%	3.7%	22.8%	14.0%	14.0%	14.0%
Sprzedaż samochodów	5.6%	7.3%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
Najem	-4.7%	-12.5%	57.6%	50.0%	50.0%	50.0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 17. Marvipol: Bilans (PLNm)**

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>180.0</b>	<b>156.3</b>	<b>152.5</b>	<b>189.8</b>	<b>291.9</b>	<b>177.9</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	57.0	59.5	56.9	64.9	77.0	77.0
Wartości niematerialne i prawne	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	83.8	76.9	76.1	76.1	76.1	76.1
Inne aktywa trwałe	38.2	19.0	18.7	48.0	138.1	24.0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>681.9</b>	<b>827.0</b>	<b>679.8</b>	<b>657.4</b>	<b>534.5</b>	<b>647.9</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.6	33.7	83.6	144.9	51.0	163.2
Należności	30.1	72.4	67.0	53.9	53.0	54.5
Zapasy	645.9	715.3	522.7	452.1	423.3	422.6
Inne aktywa obrotowe	2.3	5.6	6.5	6.4	7.2	7.5
<b>Aktywa razem</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>847.2</b>	<b>826.5</b>	<b>825.8</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>217.4</b>	<b>247.8</b>	<b>292.9</b>	<b>327.5</b>	<b>374.0</b>	<b>415.9</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>297.8</b>	<b>322.0</b>	<b>225.7</b>	<b>289.0</b>	<b>254.8</b>	<b>180.5</b>
Dług długoterminowy	271.6	284.2	187.7	248.8	214.6	140.4
Inne zobowiązania długoterminowe	26.2	37.8	38.0	40.2	40.2	40.2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>346.8</b>	<b>413.5</b>	<b>313.7</b>	<b>230.7</b>	<b>197.6</b>	<b>229.3</b>
Dług krótkoterminowy	131.1	68.7	92.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania handlowe	89.3	168.8	134.9	122.9	127.0	132.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	176.0	86.8	106.7	69.5	96.0
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>847.2</b>	<b>826.5</b>	<b>825.8</b>
Dług brutto	402.7	352.9	279.7	249.8	215.7	141.4
Dług netto	399.2	319.2	196.1	104.9	164.7	-21.8

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 18. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)**

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-42.8</b>	<b>79.3</b>	<b>148.4</b>	<b>127.8</b>	<b>45.8</b>	<b>76.2</b>
Zysk netto	17.7	13.6	47.9	34.6	46.5	41.9
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.4	4.0	4.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym						
zmiana stanu zapasów	-62.3	55.2	80.7	88.5	-3.5	30.9
zmiana stanu należności	-150.3	-43.2	202.0	70.6	28.7	0.8
zmiana stanu zobowiązań	3.3	-30.5	5.4	13.1	0.9	-1.5
inne zmiany niepieniężne	84.6	128.9	-126.7	4.8	-33.1	31.7
Inne zmiany niepieniężne	-1.5	7.0	16.9	1.2	-1.3	-0.7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.9</b>	<b>15.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-36.6</b>	<b>-105.6</b>	<b>110.3</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-2.9	-2.1	-4.0	-36.6	-105.6	110.3
Inne przepływy inwestycyjne	-0.1	17.0	3.9	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>34.2</b>	<b>-64.2</b>	<b>-98.4</b>	<b>-29.9</b>	<b>-34.1</b>	<b>-74.3</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	183.2	13.6	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	67.1	-50.1	-76.6	-29.9	-34.1	-74.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-32.9	-197.3	-35.4	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	15.1	3.6	33.7	83.6	144.9	51.0
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.5	30.1	50.0	61.3	-94.0	112.2
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>3.6</b>	<b>33.7</b>	<b>83.6</b>	<b>144.9</b>	<b>51.0</b>	<b>163.2</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 19. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)**

	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż (Jaguar)	168	189	246	319	383
wzrost r/r (%)	-1%	13%	30%	30%	20%
Sprzedaż (Land Rover)	780	929	1,040	1,301	1,431
wzrost r/r (%)	0%	19%	12%	25%	10%
<b>Razem (liczba sztuk)</b>	<b>968</b>	<b>1,118</b>	<b>1,286</b>	<b>1,620</b>	<b>1,814</b>
wzrost r/r (%)		15%	15%	26%	12%
<b>Przychody (PLNm), w tym</b>	<b>268</b>	<b>333</b>	<b>384</b>	<b>435</b>	<b>463</b>
Przychody ze sprzedaży samochodów		293	320	363	386
Przychody z tytułu usług,		40	64	73	77
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów		14%	20%	20%	20%
Średnia cena samochodu (PLN)	277,072	261,789	248,700	223,830	212,638
Zmiana średniej ceny r/r (%)	0%	-6%	-5%	-10%	-5%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Załącznik 2: Portfel projektów mieszkaniowych

**Tabela 20. Marvipol: Portfel projektów mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	
<b>Projekty zakończone</b>													
Apartamenty Mokotów Park	430	32,492	2009 - 2013	17	1	0	33	10	0	29.4	6.4	0.0	18%
Bielany Residence	396	24,000	2011 - 2013	21	1	0	28	9	0	14.7	4.2	0.0	28%
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011 - 2014	15	10	10	19	10	10	28.1	15.0	14.3	6%
Osiedle Zielona Italia	887	54,823	2010 - 2013	52	6	0	49	24	0	18.8	8.3	0.0	22%
Art Eco Rezydencja	314	19,800	2012 - 2014	62	19	0	87	25	0	39.2	12.1	0.0	9%
Central Park IA	471	25,700	2014 - 2015	132	27	0	377	94	0	128.7	31.9	0.0	21%
<b>Projekty realizowane</b>													
Central Park IB	439	25,000	2014 - 2016	254	96	0	0	395	44	0.0	139.5	15.5	20%
<b>Projekty planowane</b>													
Central Park IIA	247	13,585	2015 - 2017	58	105	84	0	0	222	0.0	0.0	75.8	20%
Central Park IIB	284	15,620	2016 - 2017	0	90	130	0	0	198	0.0	0.0	67.5	20%
Kanał Żerański I	190	9,000	2016 - 2017	0	90	80	0	0	153	0.0	0.0	40.6	20%
Bemowo	100	4,500	2016 - 2018	0	50	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Central Park III	374	17,924	2016 - 2018	0	110	120	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Okęcie	70	3,400	2017 - 2018	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	29%
Kanał Żerański II	233	11,650	2017 - 2018	0	0	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Nowy projekt I	150	8,250	2017 - 2018	0	0	30	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Bielany I	100	5,000	2017 - 2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Central Park IV	405	20,682	2017 - 2019	0	0	70	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
<b>Razem</b>				<b>611</b>	<b>605</b>	<b>724</b>	<b>594</b>	<b>566</b>	<b>627</b>	<b>258.9</b>	<b>217.4</b>	<b>213.7</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.**

**INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ, W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.**

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

**VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.**

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.**

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w tym oferowania instrumentów finansowych dwóch serii, na potrzeby przeprowadzenia których sporządzony został raport kredytowy dotyczący działalności prowadzonej przez Emitenta, we współpracy z nim. Vestor nie wyklucza, że pozyskane wtedy informacje/dane zostały wykorzystane przy sporządzaniu niniejszego dokumentu. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Vestor prowadzi ewidencje instrumentów finansowych wyemitowanych uprzednio we współpracy z nim.

**VESTOR W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY BYŁ STRONĄ UMÓW O ŚWIADCZENIE USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ZAWARTYCH Z EMITENTEM NA PODSTAWIE KTÓRYCH W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA/EMITENTÓW ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ W PRZYSZŁOŚCI Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI PROWADZENIA EWIDENCJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH.**

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 7 rekomendacji kupuj, 5 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 14 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 64 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 16 grudnia 2014 r. inicjacyjny raport analityczny z ceną docelową 10,50PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,10PLN oraz w dniu 12 maja 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,49PLN oraz w dniu 17 września 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,5PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,0PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

**NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.**

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozaoperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

**KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE**