

Marvipol

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 10.5

Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy zysk netto PLN 35.7m w 2016p oraz PLN 28.3m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/BV na poziomie 0.82x oraz P/E w wysokości 8.1x w 2016p.
- Prognozujemy DPS PLN 0.07 w 2016p (DY 1.1%).

12 kwietnia 2016

Potencjał w obu segmentach

Rok 2015 spółka Marvipol zakończyła sukcesem w trzech kluczowych aspektach: uzupełnienie banku ziemi, otrzymanie listu intencyjnego od JLRL oraz zmniejszenie poziomu zadłużenia netto (PLN 45.9m na koniec 1Q16). Ze względu na przyspieszenie procesu sprzedaży zapasów gotowych mieszkań rentowność operacyjna segmentu mieszkaniowego wyniosła 4.8% (vs. 10.7% w 2014r.), natomiast segmentu motoryzacyjnego spadła do 6.8% (z 7.4% rok wcześniej). Pomimo obniżenia prognoz wyniku netto do PLN 35.7m w 2016p i PLN 28.3m w 2017p zwracamy uwagę na potencjał zwiększania skali działalności zarówno w segmencie mieszkaniowym (oferta na 796 oraz bank ziemi na 2,248 lokali na koniec 1Q16), jak również w segmencie motoryzacyjnym (premiery nowych modeli oraz rozpoczęcie współpracy z firmami typu rent-a-car). Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Podwyższamy prognozę przedsprzedaży mieszkań o 20% i 12% w 2016-17p... Po zaraportowaniu przedsprzedaży w wysokości 169 lokali w 1Q16 (+23% r/r) spółka dysponowała ofertą na 796 lokali oraz bankiem ziemi na 2,248 lokali. W oparciu o posiadany potencjał oczekujemy przedsprzedaży na poziomie 726 lokali w 2016p i 810 w 2017p (odpowiednio +21% r/r i +12% r/r).

...oraz podtrzymujemy prognozę sprzedaży aut JLR. Oczekujemy, że głównymi motorami wzrostu sprzedaży aut JLR w najbliższych kwartałach będą model Jaguar XE (premiera w 3Q15), Jaguar F-Pace (premiera w 1Q16) oraz Land Rover Discovery Sport. Wsparcie dla sprzedaży powinno stanowić również współpraca z firmami typu rent-a-car. W rezultacie prognozujemy wzrost sprzedaży aut JLR do 1,618 w 2016p oraz 1,830 w 2017p (odpowiednio +28% r/r oraz +13% r/r, zgodnie z oczekiwaniami spółki).

Prognozujemy zysk netto PLN 35.7m i PLN 28.3m w latach 2016-17p. Korygujemy nasze prognozy wyników spółki o sprzedaż segmentu myjni (PLN 10.3m przychodów oraz PLN 1.0m zysku netto w 2015r.). Pomimo podwyższenia prognozy przychodów o 12% do PLN 757m w 2016p i o 6% do PLN 742m w 2017p obniżamy oczekiwaną rentowność segmentu mieszkaniowego do 4.8% w 2016p i 2.4% w 2017p oraz segmentu motoryzacyjnego do 6.5%. W rezultacie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 35.7m z PLN 46.5m w 2016p oraz do PLN 28.3m z PLN 41.9m w 2017p.

Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na 0.82x oraz na 2016p P/E na 8.1x. Prognozujemy wypłatę dywidendy na poziomie PLN 0.07/akcję w 2016p i PLN 0.18/akcję w 2017p (stopa dywidendy w wysokości odpowiednio 1.1% i 2.5%). Jednocześnie oczekujemy, że wsparciem dla kursu powinny być podpisanie finalnej umowy importerskiej z JLRL, postęp procesu wydzielenia segmentu motoryzacji oraz potencjalna sprzedaż budynku Prosta Tower. Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

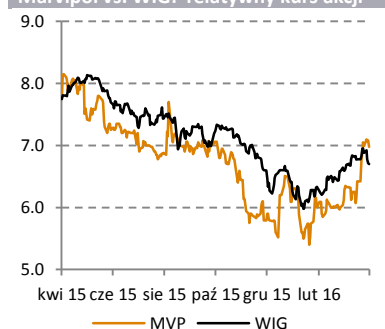
	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	757.1	742.1	843.5
EBITDA (PLNm)	76.3	48.6	56.4	46.5	61.8
EBIT (PLNm)	74.1	46.4	54.0	43.2	58.5
Zysk netto (PLNm)	47.9	32.3	35.7	28.3	41.8
P/E (x)	6.1	9.0	8.1	10.3	7.0
EV/EBITDA (x)	6.4	8.0	5.4	6.9	5.2
P/BV (x)	0.99	0.89	0.82	0.79	0.74

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	7.0
Potencjał wzrostu/spadku	50%
Min (52T)	5.1
Max (52T)	8.4
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	290.0
Dług netto (4Q15, PLNm)	98.7
EV (PLNm)	388.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	94.9

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 trzech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka posiada w ofercie sześć projektów mieszkaniowych, w tym kluczowy projekt Central Park Ursynów), sprzedaż samochodów (wyłącznie przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin) 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

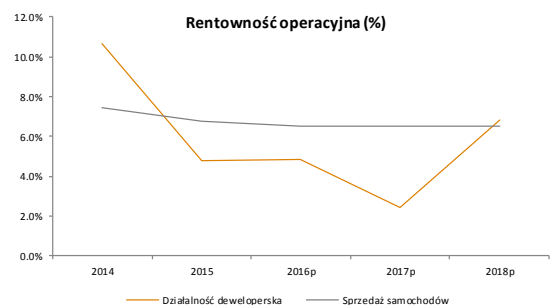
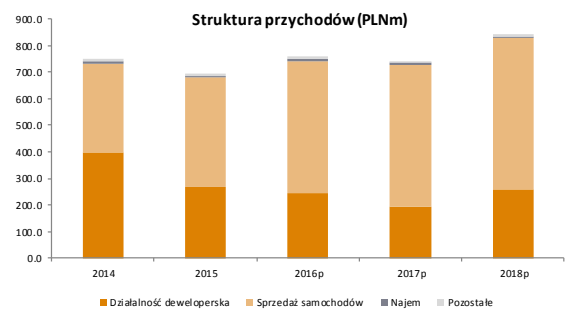
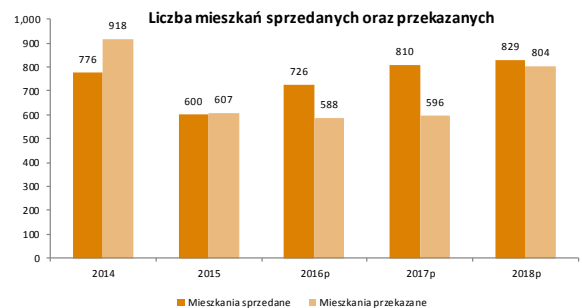
Marvipol

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	750.2	694.2	757.1	742.1	843.5
Działalność deweloperska	398.5	266.9	242.4	191.2	256.9
Sprzedaż samochodów	332.5	412.0	499.6	536.6	572.1
Najem	7.5	7.5	7.5	6.5	6.5
Pozostałe	11.7	7.7	7.6	7.8	8.0
Usługi obce	353.7	254.7	231.4	182.5	245.2
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	419.3	450.4	480.2
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	52.5	66.0	59.6
EBITDA	76.3	48.6	56.4	46.5	61.8
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
EBIT	74.1	46.4	54.0	43.2	58.5
Działalność deweloperska	42.5	12.7	11.7	4.6	17.5
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	32.7	35.1	37.5
Najem	4.3	4.0	4.0	3.5	3.5
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	9.9	8.3	6.9
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.0	44.1	34.9	51.6
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.4	6.6	9.8
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	32.3	35.7	28.3	41.8
Dynamiki wzrostu (%)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	9%	-2%	14%
Wzrost EBIT (%)	103%	-37%	16%	-20%	35%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-33%	10%	-21%	48%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	198.9	194.5	194.9
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	58.2	78.2	78.3
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	78.7	78.7	78.7
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	61.2	36.6	37.0
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	648.8	663.2	706.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	215.9	147.2	130.8
Należności	67.0	48.0	51.0	47.9	55.8
Zapasy	522.7	445.4	365.4	451.1	502.0
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.4	16.9	17.4
Aktywa razem	832.3	863.2	847.7	857.6	900.9
Kapitały własne	292.9	326.1	355.7	369.3	389.9
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	230.9	179.0	162.0
Dług długoterminowy	187.7	199.0	175.0	123.2	106.2
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	55.9	55.9	55.9
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	261.2	309.3	348.9
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	55.1	55.1	55.1
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	141.4	139.2	156.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	64.7	115.1	137.9
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	847.7	857.6	900.9
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	102.0	4.5	32.0
Zysk netto	47.9	32.3	35.7	28.3	41.8
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	65.9	-26.2	-12.3
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	89.9	-77.3	-44.0
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-2.9	3.0	-7.9
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-21.1	48.1	39.6
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	-2.0	-0.9	-0.8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	-1.4	1.6	-3.3
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-1.4	1.6	-3.3
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-98.4	-41.3	-40.0	-74.8	-45.0
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-3.1	-7.3	-10.6
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-24.0	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-3.1	-7.3	-10.6
Pozostałe	-19.0	-13.8	-9.9	-8.3	-6.9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek	33.7	83.6	155.4	215.9	147.2
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	60.6	-68.7	-16.4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	215.9	147.2	130.8
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	279.7	254.0	230.0	178.2	161.2
Dług netto	196.1	98.7	14.1	31.0	30.4
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	0.3	0.7	0.5
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	0.02	0.04	0.03
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	0.04	0.08	0.08
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.2	5.5	5.2	8.4

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	6.1	9.0	8.1	10.3	7.0
EV/EBITDA (x)	6.4	8.0	5.4	6.9	5.2
P/BV (x)	0.99	0.89	0.82	0.79	0.74
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	1.1%	2.5%	3.6%

Dane spółki	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (mln)	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	1.15	0.78	0.86	0.68	1.00
Wartość księgowa na akcję (PLN)	7.0	7.85	8.6	8.9	9.4
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.07	0.18	0.25

Główne założenia	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Mieszkania sprzedane	776	600	726	810	829
Mieszkania przekazane	918	607	588	596	804
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	1,618	1,830	1,951
Marża operacyjna (%)	9.9%	6.7%	7.1%	5.8%	6.9%
Działalność deweloperska	10.7%	4.8%	4.8%	2.4%	6.8%
Sprzedaż samochodów	7.4%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
Najem	57.6%	53.3%	53.3%	53.3%	53.3%
Marża netto (%)	6.4%	4.7%	4.7%	3.8%	5.0%



Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko wzrostu cen gruntów, (2) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (3) Ryzyko związane z działalnością w nowym segmencie nieruchomości logistycznych, (4) Ryzyko związane z pozyskiwaniem finansowania na realizację projektów, (5) Ryzyko utraty umowy z JLR

Analiza DuPont	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto	6.4%	4.7%	4.7%	3.8%	5.0%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.89	0.87	0.94
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.38	2.32	2.31
ROE	16.4%	9.9%	10.0%	7.7%	10.7%

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Marvipol prowadzi działalność w trzech segmentach: segment mieszkaniowy (38% przychodów i 27% zysku operacyjnego w 2015r.), segment motoryzacyjny (59% przychodów i 59% zysku operacyjnego w 2015r.) oraz segment najmu (1% przychodów i 9% zysku operacyjnego w 2015r.). Spółka jest obecnie w trakcie przeprowadzania procesu spin-off. Zgodnie z obecnymi założeniami spółka oczekuje zakończenia procesu wydzielenia segmentów deweloperskiego i motoryzacyjnego w 2H16 oraz wprowadzenia obu segmentów na GPW w 4Q16. Jednocześnie prowadzony jest proces sprzedaży budynku Prosta Tower. W segmencie mieszkaniowym zwracamy uwagę na bogaty bank ziemi (2,248 lokali na koniec 1Q16), wysokie tempo sprzedaży mieszkań (430 mieszkań sprzedanych w jednym projekcie CPU w 2015r.) oraz plan wprowadzania kolejnych inwestycji do oferty dewelopera. Pozytywnie oceniamy perspektywy segmentu motoryzacyjnego dzięki otrzymaniu w listopadzie 2015r. listu intencyjnego od Jaguar Land Rover Limited dotyczącego umowy importerskiej i dystrybucyjnej (finalizacja umowy planowana na 2Q16) oraz wprowadzaniu do oferty nowych modeli aut JLR (Jaguar XE oraz F-Pace). Dodatkowo spółka planuje w 3Q16 przyjąć politykę dywidendową (spółka planuje wypłatę 50% zysku jednostkowego Marvipolu z 2015r. w formie dywidendy).

Podwyższamy prognozę przedsprzedaży mieszkań o 20% i 12% w 2016-17p... Po zaraportowaniu przedsprzedaży w wysokości 169 lokali w 1Q16 (+23% r/r) spółka dysponowała ofertą na 796 lokali oraz bankiem ziemi na 2,248 lokali. W oparciu o posiadany potencjał oczekujemy przedsprzedaży na poziomie 726 lokali w 2016p i 810 w 2017p (odpowiednio +21% r/r i +12% r/r), co jest zgodne z założeniami spółki. Jednocześnie spółka jest w trakcie poszukiwania gruntów pod realizację kolejnych inwestycji mieszkaniowych.

...oraz podtrzymujemy prognozę sprzedaży aut JLR. Oczekujemy, że głównymi motorami wzrostu sprzedaży aut JLR w najbliższych kwartałach będą model Jaguar XE (premiera w 3Q15), Jaguar F-Pace (premiera w 2Q16) oraz Land Rover Discovery Sport. Wsparcie dla sprzedaży powinna stanowić również współpraca z firmami typu rent-a-car. W rezultacie prognozujemy wzrost sprzedaży aut JLR do 1,618 w 2016p oraz 1,830 w 2017p (zgodnie z oczekiwaniami spółki). Przypominamy, że w listopadzie 2015r. spółka otrzymała od Jaguar Land Rover Limited list intencyjny, w którym JLRL potwierdził intencję kontynuowania współpracy ze spółką w charakterze generalnego importera aut JLR. Obecnie spółka jest w trakcie negocjacji warunków (nowe umowy będą obowiązywać od 1 czerwca 2016r.).

Prognozujemy zysk netto PLN 35.7m i PLN 28.3m w latach 2016-17p. Korygujemy nasze prognozy wyników spółki o sprzedaż segmentu myjni (PLN 10.3m przychodów oraz PLN 1.0m zysku netto w 2015r.). Pomimo podwyższenia prognozy przychodów o 12% do PLN 757m w 2016p i o 6% do PLN 742m w 2017p obniżamy oczekiwaną rentowność segmentu mieszkaniowego do 4.8% w 2016p i 2.4% w 2017p oraz segmentu motoryzacyjnego do 6.5%. W rezultacie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 35.7m z PLN 46.5m w 2016p oraz do PLN 28.3m z PLN 41.9m w 2017p.

Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na 0.82x oraz na 2016p P/E na 8.1x. Prognozujemy wypłatę dywidendy na poziomie PLN 0.07/akcję w 2016p i PLN 0.18/akcję w 2017p (stopa dywidendy w wysokości odpowiednio 1.1% i 2.5%). Jednocześnie oczekujemy, że wsparciem dla kursu w najbliższych miesiącach powinny być: podpisanie finalnej umowy importerskiej z JLRL, postęp procesu wydzielenia segmentu motoryzacji oraz potencjalna sprzedaż budynku Prosta Tower. Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Wycena

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

Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	232
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	159
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	96
- Dług netto (na koniec 4Q15, PLNm)	99
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	388
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.3
12M cena docelowa (PLN)	10.5
Cena rynkowa (PLN)	7.0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	50%

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 232m.

Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego

Metoda DCF (PLNm)	196
Metoda porównawcza (PLNm)	268
Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	232

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	253.2	196.4	262.1	291.0	278.6
Znorm. EBITDA	12.6	5.5	18.4	22.4	16.5
Znorm. EBIT	11.7	4.6	17.5	21.5	15.6
Podatek od EBIT	-2.2	-0.9	-3.3	-4.1	-3.0
NOPAT	9.5	3.7	14.2	17.4	12.6
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	46.9	1.4	-17.8	21.5	3.0
Capex	-0.9	24.0	-0.9	-0.9	-1.0
Wolne przepływy finansowe	56.4	30.1	-3.6	38.9	15.6
Czynnik dyskontowy (%)	93%	85%	78%	71%	64%
Wartość bieżąca FCF	52.7	25.6	-2.8	27.5	10.1
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	113				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	83				
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	196				

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Beta	2.0	1.4
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	12.2%	10.4%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.3%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.7%	7.3%
% D	44.5%	17.9%
% E	55.5%	82.1%
WACC	9.8%	9.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 6. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

		WACC 2016-20p (%)				
		8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	194	191	188	186	183
	-0.5%	198	195	192	189	187
	0.0%	202	199	196	193	191
	0.5%	206	203	200	198	195
	1.0%	212	208	205	202	200

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)	
			2016p	2017p
Dom Development	50.2	1,244	1.41	1.38
Lc Corp	2.3	1,007	0.76	0.70
Robyg	3.0	776	1.57	1.48
Ronson	1.6	447	0.98	0.92
Vantage Development	2.9	178	0.53	0.49
JHM Development	1.5	102	0.33	0.33
Mediana			0.87	0.81
Marvipol (segment mieszkaniowy)	7.0	290.4	0.97	0.96
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			288	247
Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)	268			

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 159m.

Tabela 8. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego

Metoda DCF (PLNm)	201
Metoda porównawcza (PLNm)	116
Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	159

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Przychody	499.6	536.6	572.1	583.5	593.3	599.2	605.2	611.2	617.3	623.5
Znorm. EBITDA	34.3	37.2	39.6	40.3	41.0	41.4	41.8	42.2	42.6	43.0
Znorm. EBIT	33.6	36.0	38.4	39.2	39.8	40.2	40.6	41.1	41.5	41.9
Podatek od EBIT	-6.4	-6.8	-7.3	-7.4	-7.6	-7.6	-7.7	-7.8	-7.9	-8.0
NOPAT	27.2	29.2	31.1	31.7	32.3	32.6	32.9	33.3	33.6	33.9
Amortyzacja	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Zmiany w kapitale obrotowym	9.4	-36.0	-1.4	-5.4	-6.1	-7.1	-7.6	-8.1	-8.6	-9.1
Capex	-5.8	-21.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Wolne przepływy finansowe	31.5	-26.8	29.7	26.3	26.1	25.5	25.3	25.1	24.9	24.7
Czynnik dyskontowy (%)	92%	81%	72%	64%	57%	50%	45%	40%	35%	31%
Wartość bieżąca FCF	28.9	-21.8	21.4	16.8	14.9	12.8	11.3	10.0	8.8	7.7
Wartość bieżąca FCF 2016-2025p	111									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	90									
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	201									

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 10. Marvipol: WACC segmentu samochodowego

	2016-25p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Beta	2.6	1.8
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	15.0%	12.1%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.3%	9.0%
Stopa opodatkowania	0.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	8.3%	7.3%
% D	34.6%	6.3%
% E	65.4%	93.7%
WACC	12.7%	11.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 11. Marvipol: wrażliwość modelu DCF

		WACC 2016-25p (%)				
		11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	207	200	194	188	182
	-0.5%	210	204	197	191	185
	0.0%	214	208	201	195	189
	0.5%	219	212	205	199	193
	1.0%	223	216	209	203	197

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)	
			2016p	2017p	2016p	2017p
Carmax Inc	51.0	37,564	16.9	15.4	9.7	9.3
Autonation Inc	44.7	17,330	10.4	9.5	6.8	6.4
Inchcape Plc	683.0	15,656	12.4	11.7	6.97	6.55
Penske Automotive Group Inc	34.0	11,032	8.8	8.1	5.8	5.2
Asbury Automotive Group	53.9	5,070	9.0	8.3	6.9	6.7
Group 1 Automotive Inc	53.1	4,594	7.3	6.7	6.4	6.1
D'leteren Sa/Nv	38.8	9,225	13.4	12.1	7.8	7.1
Lithia Motors Inc-Cl A	79.7	7,713	10.4	9.6	n.a.	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	16.4	2,839	7.7	7.1	5.0	4.4
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	11.5	3,347	8.7	7.2	8.6	7.3
Lookers Plc	153.0	3,223	9.4	8.9	6.5	6.0
Bilia Ab-A Shs	182.5	4,274	14.7	14.0	8.2	7.8
Pendragon Plc	37.5	2,912	9.9	9.4	4.6	4.4
Mediana			9.9	9.4	6.9	6.5
Marvipol (segment samochodowy)	7.0	290	11.9	11.0	7.8	8.2
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			210	254	229	234
Dyskonto do wyceny	50%					
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	116					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu najmu

Wyceniamy segmentu najmu w oparciu o wartość projektu Prosta Tower, dla którego zakładamy NOI na poziomie PLN 6.3m oraz stopę kapitalizacji w wysokości 6.5%.

Tabela 13. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena Vestor DM (PLNm)
Prosta Tower	6,084	6.3	6.5%	96.3

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Omówienie wyników za 4Q15

- Dnia 28 grudnia 2015r. Marvipol dokonał zbycia udziałów w spółce zależnej Robo Wash prowadzącej działalność w segmencie myjni samochodowych. Wyniki tego segmentu zostały zaprezentowane w sprawozdaniu finansowym spółki jako działalność zaniechana. Dla porównywalności wyników uwzględniamy wyniki z działalności zaniechanej w omawianych wynikach Marvipolu za 4Q15.
- **Przychody w 4Q15 wyniosły PLN 281m (+70% r/r).** W 4Q15 Marvipol zakończył realizację pierwszego etapu CPU. Przy przekazaniach na poziomie 446 mieszkania w 4Q15 (vs. przekazanie 178 lokali rok wcześniej) spółka zaraportowała przychody segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 165m (vs. PLN 88m rok wcześniej). Jednocześnie dzięki sprzedaży 335 aut JLR, przychody segmentu motoryzacyjnego wyniosły PLN 107m (+52% r/r), co implikowało średnią wartość sprzedanego auta na poziomie PLN 319tys. (vs. PLN 272tys. rok wcześniej).
- **Zysk operacyjny wyniósł PLN 28.7m** (w porównaniu do PLN 5.0m w 4Q14). Segment mieszkaniowy wygenerował w tym okresie rentowność operacyjną 11.3%. Zwracamy uwagę, że negatywny wpływ na wynik segmentu miał odpis aktualizujący zapasów na projekcie Hill Park w wysokości PLN 6.3m (wartość bilansowa projektu na koniec 4Q15 na poziomie PLN 67.4m). Z kolei segment motoryzacyjny wygenerował rentowność operacyjną 2.4% (porównywalnie r/r, poniżej poziomów wygenerowanych w 9M15). Pozytywny wpływ na wynik operacyjny Marvipolu w 4Q15 miała sprzedaż segmentu myjni – wpływ PLN 3.7m ze zbycia jednostek zależnych.
- **Zysk netto uwzględniający działalność zaniechaną wyniósł PLN 21.4m.**
- Na koniec 2015r. zadłużenie netto wynosiło PLN 98.7m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.3x.

Tabela 14. Marvipol: Wyniki za 4Q15 (PLNm)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	% r/r	2014	2015	% r/r
Przed sprzedaż mieszkań	243	137	125	168	170	-30%	778	600	-23%
Przekazania mieszkań	178	72	55	39	446	151%	918	612	-33%
Sprzedaż samochodów	258	344	312	277	335	30%	1118	1268	13%
Przychody	164.9	161.8	149.8	112.0	281.0	70%	761.2	704.7	-7%
EBITDA	5.8	12.4	10.3	3.3	29.3	407%	79.3	55.3	-30%
EBIT	5.0	11.6	9.5	2.4	28.7	480%	76.3	52.2	-32%
Zysk netto	1.1	5.2	5.8	0.0	21.4	1898%	47.9	32.3	-33%
<i>Marża operacyjna</i>	3.0%	7.2%	6.4%	2.1%	10.2%	-	10.0%	7.4%	-
<i>segment mieszkaniowy</i>	3.0%	2.2%	-6.5%	-20.3%	11.3%	-	10.7%	4.8%	-
<i>segment motoryzacyjny</i>	2.5%	8.1%	9.9%	5.9%	2.4%	-	8.3%	6.6%	-
Dług netto	196.1	103.6	88.1	107.8	98.7	-	196.1	98.7	-
Dług netto/kapitały własne	0.67	0.35	0.29	0.35	0.30	-	0.7	0.3	-

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Poniżej przedstawiamy podsumowanie ze spotkania powynikowego z zarządem spółki:

- **Plan przed sprzedaży 720 mieszkań w 2016r. (+20% r/r).** Na koniec 2015r. spółka posiadała ofertę na 382 mieszkania (w tym 89 w inwestycjach zakończonych). Jednocześnie w 2015r. nabyła grunty na Żeraniu i Bemowie, na którym możliwe jest wybudowanie ponad 1,100 mieszkań. W oparciu o zakończone inwestycje oraz posiadany bank ziemi, spółka oczekuje przed sprzedaży ok. 720 lokali w 2016r. oraz dalszego wzrostu do 850 w 2017r. (również w oparciu o grunty, na które spółka posiada przedwstępne umowy).
- **Potencjał do przekazania blisko 600 mieszkań w 2016r.** W 2015r. spółka przekazała 609 lokali. Na koniec 2015r. spółka posiadała 479 lokali sprzedanych, ale

nieprzekazanych (w tym większość w projekcie CPU 1B na 439 lokali, którego realizację spółka planuje zakończyć w czerwcu 2016r.)

- **Planowane zakończenie projektu Panattoni Park Warsaw w 3Q16.** Na dzień 21.03.2016 zaawansowanie I etapu projektu wynosiło 86%, zaś etapu II 51%. Oba budynki były wynajęte w ok. 60%. Spółka oczekuje zakończenia prac w 3Q16 oraz dezinvestycję projektu w 2017r.
- **Oczekiwany wzrost sprzedaży aut JLR do 1,650 w 2016r. (vs. 1,268 w 2015r.).** Spółka podtrzymuje plan dwucyfrowych wzrostów sprzedaży aut JLR. W najbliższych kwartałach wsparciem będą modele Land Rover Discovery Sport, Jaguar XE oraz Jaguar F-Pace, jak również planowana sprzedaż aut do firm typu rent-a-car. Marvipol oczekuje CAGR sprzedaży aut JLR w latach 2016-18 na poziomie ok. 17%.
- **Spółka planuje wypłatę 50% jednostkowego zysku za 2015r.** W 2015r. jednostkowy zysk netto spółki Marvipol włączając działalność zaniechaną wyniósł PLN 6.1m, co implikuje DPS na poziomie PLN 0.07 (DY ok. 1.1%). Jednocześnie w 2H16 spółka planuje ogłoszenie polityki dywidendowej (docelowo spółka motoryzacyjna ma być spółką dywidendową).
- **Proces wydzielenia segmentów.** Spółka Marvipol podtrzymuje plan zakończenia procesu wydzielenia obu segmentów w 2H16 oraz wprowadzenie obu segmentów na GPW w 4Q16.

Zmiana prognoz finansowych

W oparciu o zaraportowane wyniki w 2015r., perspektywy obu segmentów na kolejne kwartały oraz sprzedaż segmentu myjni dokonujemy następujących zmian w naszych prognozach:

- **Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 20% i 12% odpowiednio w 2016-17p.** Na koniec 2015r. spółka posiadała ofertę na 389 lokali (w tym 89 lokalizowane w projektach zakończonych). Dodatkowo w 1Q16 do oferty sprzedażowej zostały wprowadzone projekty Centra Park Ursynów 2B (285 lokali), Riviera Park I (190 lokali) oraz Bemowo Residence (104 lokale). W rezultacie spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 169 lokali w 1Q16 (+23% r/r). Dodatkowo w naszych prognozach zakładamy wprowadzenie do sprzedaży w 3Q16 projektu Central Park Ursynów III (374 lokale) oraz Riviera Park II (212 lokali). Prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 726 lokali w 2016p oraz 810 w 2017p (podwyższenie prognozy odpowiednio o 20% i 12%, ze względu na wyższe od oczekiwanego tempo sprzedaży projektu CPU oraz szybsze tempo wprowadzania do oferty kolejnych etapów projektu Riviera Park). Jednocześnie przypominamy, że zarząd spółki oczekuje przedsprzedaży na poziomie 720, 850 oraz 1,000 lokali odpowiednio w latach 2016-18.
- **Oczekujemy przekazania 588 lokali w 2016p oraz 596 w 2017p (zmiana prognoz odpowiednio o +4% i -5%).** Zgodnie z harmonogramem realizacji inwestycji mieszkaniowych, w naszych prognozach zakładamy zakończenie realizacji w 2016p projektu CPU 1B, zaś w 2017p oczekujemy zakończenia realizacji trzech projektów: CPU 2A, CPU 2B oraz Riviera Park I. W rezultacie prognozujemy przekazanie 588 lokali w 2016p (zmiana prognozy o +4%) oraz 596 w 2017p (zmiana o -5%).
- **Podtrzymujemy prognozę liczby sprzedanych aut JLR na poziomie 1,618 i 1,830 w 2016-17p.** W 1Q16 spółka sprzedała 438 aut JLR, w tym 348 aut marki Land Rover oraz 90 aut marki Jaguar. Zarząd spółki oczekuje sprzedaży ok. 1,650 aut JLR w 2016r. oraz ponad 1,800 w 2017r. Oczekujemy, że wsparciem dla wzrostu sprzedaży aut w 2016r. będzie przede wszystkim model Jaguar XE (w tym również dzięki współpracy z firmami typu rent-a-car) oraz Jaguar F-Pace, którego premiera miała miejsce pod koniec 1Q16. Dodatkowo w lutym 2016r. spółka zawarła umowę sprzedaży do 220 aut JLR w okresie 04.2016-05.2017 (szacowana wartość transakcji na poziomie ok. PLN 65m).
- **Sprzedaż segmentu myjni.** W grudniu 2015r. spółka dokonała sprzedaży sieci myjni Robo Wash. W 2015r. segment ten wygenerował przychody na poziomie PLN 10.3m oraz zysk netto w wysokości PLN 1.0m. Ze względu na powyższą transakcję korygujemy prognozy wyników Marvipolu o wyniki segmentu myjni. Wartość transakcji wyniosła PLN 5.3m.
- **Podwyższamy prognozę przychodów o 12% i 6% w 2016-17p.** Pomimo nieznacznych zmian liczby przekazywanych mieszkań, ze względu na zmiany w strukturze przekazanych mieszkań podwyższamy prognozę przychodów segmentu mieszkaniowego o 12% w 2016p oraz obniżamy o 11% w 2017p. Jednocześnie w segmencie motoryzacyjnym zwracamy uwagę na wyższy udział w sprzedaży droższych modeli Land Rovera oraz wyższe od oczekiwań przychody ze sprzedaży usług i części, w wyniku czego podwyższamy prognozę przychodów segmentu motoryzacyjnego o 14% do PLN 500m w 2016p oraz o 15% do PLN 537m w 2017p.
- **Prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 54.0m w 2016p oraz PLN 43.2m w 2017p.** Obniżamy prognozę zysku operacyjnego o 19% do PLN 54.0m w 2016p.

Zwracamy uwagę na dekonsolidację segmentu myjni (poprzednio prognoza EBIT segmentu na poziomie PLN 1.4m), niższą rentowność segmentu mieszkaniowego (obniżenie cen na zakończonych projektach, szczególnie Hill Park), oraz zmianę terminu rozpoznania zysku z projektu Panattoni (w 2015r. spółka PLN 3.4m zysku z projektu, podczas gdy poprzednio oczekiwaliśmy rozpoznania całości zysku w wysokości PLN 9.9m w 2016r.). Z kolei w 2017r. obniżamy prognozę zysku operacyjnego o 27% przede wszystkim ze względu na niższą prognozę przychodów oraz niższą rentowność segmentu mieszkaniowego.

- **Oczekujemy kosztów finansowych netto na poziomie PLN 9.9m w 2016p oraz PLN 8.3m w 2017p.** Na koniec 2015r. spółka posiadała dług netto na poziomie PLN 98.7m, w porównaniu do PLN 196.1m na koniec 2014r. W rezultacie oczekujemy obniżenia kosztów finansowych netto z PLN 14.4m w 2015r. do PLN 9.9m w 2016p i PLN 8.3m w 2017p (zmiana prognoz odpowiednio z PLN 9.6m i PLN 7.4m).
- **Prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 35.7m i PLN 28.3m odpowiednio w latach 2016-17p.** W oparciu o powyższe założenia dotyczące przychodów oraz rentowności poszczególnych segmentów prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 35.7m w 2016p oraz PLN 28.3m w 2017p (zmiana prognoz odpowiednio z PLN 46.5m i PLN 31.9m).

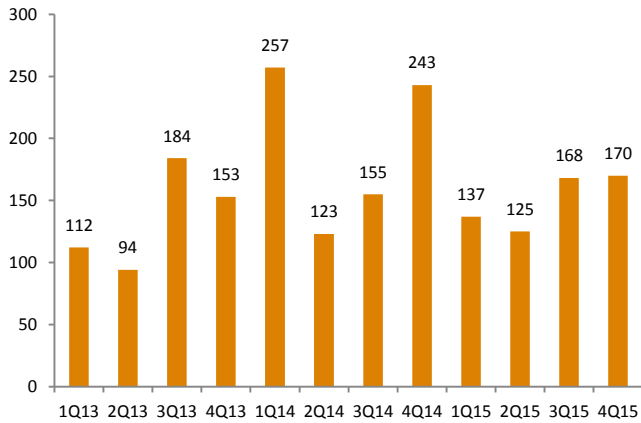
Tabela 15. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2016p			2017p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Przedsprzedaż	726	605	20%	810	724	12%
Przekazania	588	566	4%	596	627	-5%
Sprzedaż aut	1,618	1,620	0%	1,830	1,814	1%
Przychody	757.1	679.0	12%	742.1	702.6	6%
Działalność deweloperska	242.4	217.4	12%	191.2	213.7	-11%
Myjnie	0.0	10.3	n.m.	0.0	10.7	n.m.
Sprzedaż samochodów	499.6	438.2	14%	536.6	466.1	15%
Najem	7.5	6.6	14%	6.5	5.6	17%
Pozostałe	7.6	6.5	17%	7.8	6.5	20%
EBITDA	56.4	71.1	-21%	46.5	63.2	-26%
EBIT	54.0	67.0	-19%	43.2	59.1	-27%
Działalność deweloperska	11.7	19.7	-40%	4.6	20.0	-77%
Myjnie	0.0	1.4	n.m.	0.0	1.5	n.m.
Sprzedaż samochodów	32.7	32.7	0%	35.1	34.8	1%
Najem	4.0	3.3	22%	3.5	2.8	24%
Pozostałe	5.6	9.9	-44%	0.0	0.0	n.m.
Zysk netto	35.7	46.5	-23%	28.3	41.9	-33%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

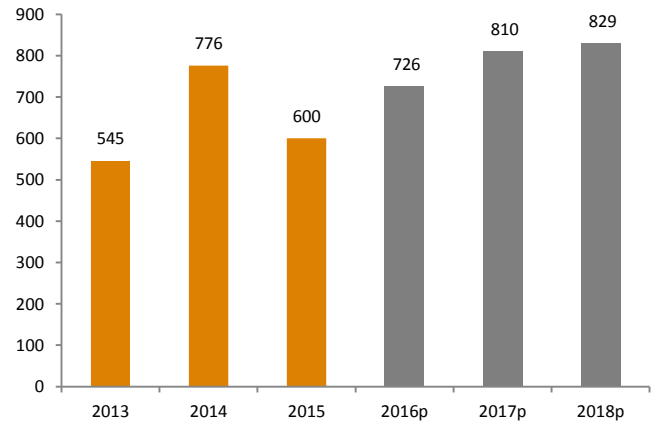
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvipol: Przesprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



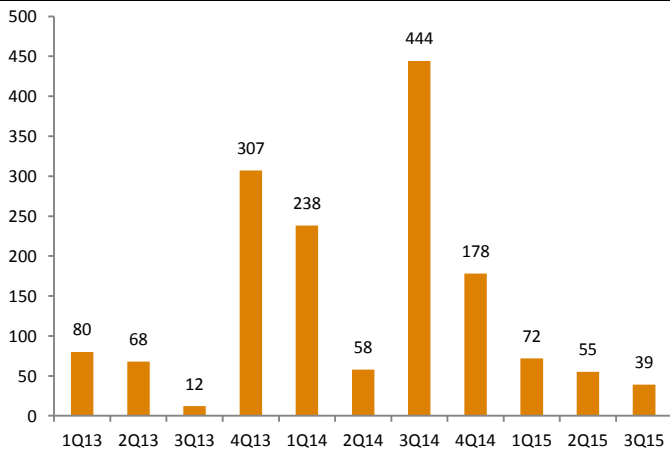
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvipol: Prognoza przesprzedażi mieszkań



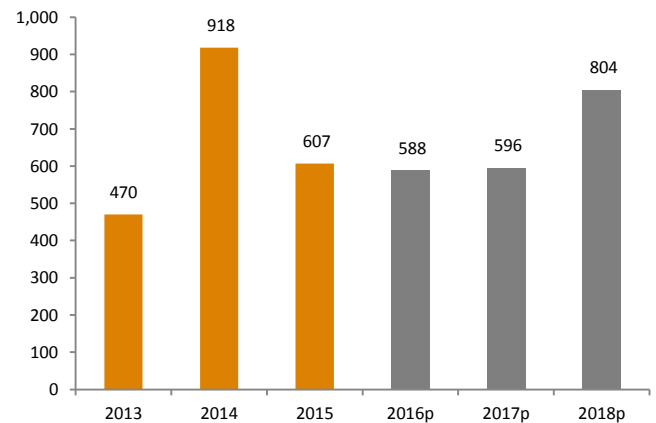
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



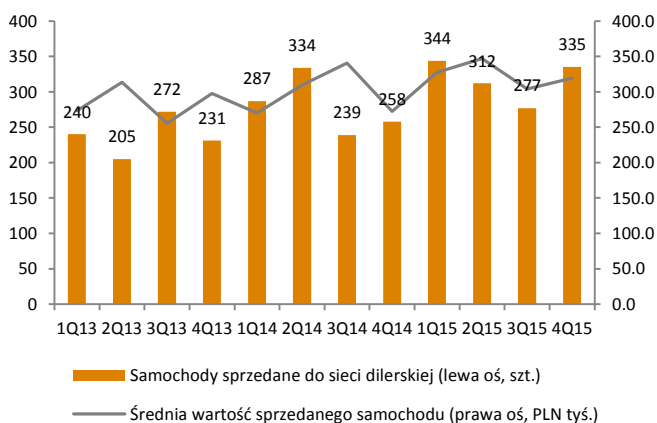
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań



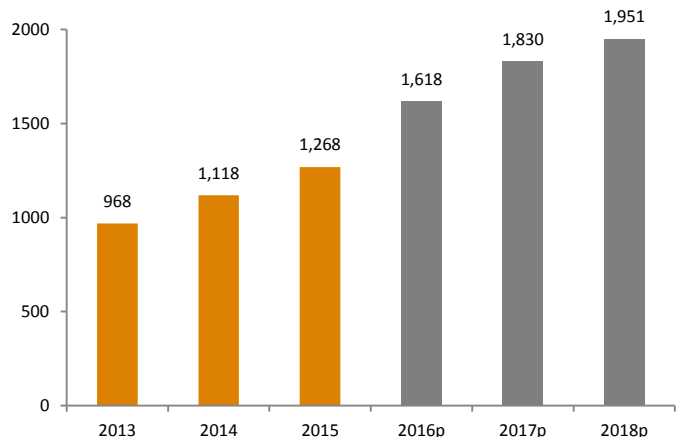
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	750.2	694.2	757.1	742.1	843.5
Działalność deweloperska	398.5	266.9	242.4	191.2	256.9
Sprzedaż samochodów	332.5	412.0	499.6	536.6	572.1
Najem	7.5	7.5	7.5	6.5	6.5
Pozostałe	11.7	7.7	7.6	7.8	8.0
Usługi obce	353.7	254.7	231.4	182.5	245.2
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	419.3	450.4	480.2
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	52.5	66.0	59.6
EBITDA	76.3	48.6	56.4	46.5	61.8
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
EBIT	74.1	46.4	54.0	43.2	58.5
Działalność deweloperska	42.5	12.7	11.7	4.6	17.5
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	32.7	35.1	37.5
Najem	4.3	4.0	4.0	3.5	3.5
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	9.9	8.3	6.9
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.0	44.1	34.9	51.6
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.4	6.6	9.8
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	32.3	35.7	28.3	41.8
Rentowność operacyjna (%)					
Działalność deweloperska	10.7%	4.8%	4.8%	2.4%	6.8%
Sprzedaż samochodów	7.4%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
Najem	57.6%	53.3%	53.3%	53.3%	53.3%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 17. Marvipol: Bilans (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	198.9	194.5	194.9
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	58.2	78.2	78.3
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	78.7	78.7	78.7
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	61.2	36.6	37.0
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	648.8	663.2	706.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	215.9	147.2	130.8
Należności	67.0	48.0	51.0	47.9	55.8
Zapasy	522.7	445.4	365.4	451.1	502.0
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.4	16.9	17.4
Aktywa razem	832.3	863.2	847.7	857.6	900.9
Kapitały własne	292.9	326.1	355.7	369.3	389.9
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	230.9	179.0	162.0
Dług długoterminowy	187.7	199.0	175.0	123.2	106.2
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	55.9	55.9	55.9
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	261.2	309.3	348.9
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	55.1	55.1	55.1
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	141.4	139.2	156.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	64.7	115.1	137.9
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	847.7	857.6	900.9
Dług brutto	279.7	254.0	230.0	178.2	161.2
Dług netto	196.1	98.7	14.1	31.0	30.4

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 18. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	102.0	4.5	32.0
Zysk netto	47.9	32.3	35.7	28.3	41.8
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	65.9	-26.2	-12.3
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	89.9	-77.3	-44.0
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-2.9	3.0	-7.9
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-21.1	48.1	39.6
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	-2.0	-0.9	-0.8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	-1.4	1.6	-3.3
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-1.4	1.6	-3.3
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-98.4	-41.3	-40.0	-74.8	-45.0
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-3.1	-7.3	-10.6
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-24.0	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-3.1	-7.3	-10.6
Pozostałe	-19.0	-13.8	-9.9	-8.3	-6.9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	215.9	147.2
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	60.6	-68.7	-16.4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	215.9	147.2	130.8

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 19. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Sprzedaż (Jaguar)	189	291	495	594	653
wzrost r/r (%)	13%	54%	70%	20%	10%
Sprzedaż (Land Rover)	929	977	1,124	1,236	1,298
wzrost r/r (%)	19%	5%	15%	10%	5%
Razem (liczba sztuk)	1,118	1,268	1,618	1,830	1,951
wzrost r/r (%)	15%	13%	28%	13%	7%
Przychody (PLNm), w tym	333	412	500	537	572
Przychody ze sprzedaży samochodów	293	311	377	405	432
Przychody z tytułu usług,	40	101	123	132	140
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów	14%	32%	32%	32%	32%
Średnia cena samochodu (PLN)	261,789	245,268	233,005	221,354	221,354
Zmiana średniej ceny r/r (%)	-6%	-6%	-5%	-5%	0%

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 (%)	
					2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p		
Projekty zakończone															
Apartamenty Mokotów Park	432	32,492	2009	-	2013	10	0	0	10	0	0	6.0	0.0	0.0	12%
Bielany Residence	396	24,000	2011	-	2013	5	0	0	9	0	0	4.0	0.0	0.0	24%
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011	-	2014	20	5	0	27	5	0	34.9	6.3	0.0	-10%
Osiedle Zielona Italia	889	54,823	2010	-	2013	7	0	0	16	0	0	5.5	0.0	0.0	13%
Art Eco Rezydencja	314	19,800	2012	-	2014	9	0	0	24	0	0	10.9	0.0	0.0	6%
Central Park IA	471	25,700	2014	-	2015	33	0	0	86	0	0	29.2	0.0	0.0	21%
Projekty w realizacji															
Central Park IB	439	25,000	2014	-	2016	102	0	0	417	22	0	152.0	8.0	0.0	24%
Central Park IIA	247	13,500	2015	-	2017	130	61	0	0	222	25	0.0	75.3	8.4	22%
Central Park IIB	285	13,700	2016	-	2017	140	130	15	0	230	56	0.0	68.4	16.5	22%
Kanał Żerański I	190	9,000	2016	-	2017	100	80	10	0	117	73	0.0	33.3	20.7	24%
Bemowo Residence	104	4,500	2016	-	2018	60	44	0	0	0	104	0.0	0.0	28.4	21%
Projekty planowane															
Central Park III	374	17,924	2016	-	2018	90	160	110	0	0	324	0.0	0.0	96.3	22%
Kanał Żerański II	212	10,600	2016	-	2018	20	80	60	0	0	144	0.0	0.0	43.2	24%
Modzelewskiego Okęcie	49	3,650	2017	-	2018	0	30	19	0	0	49	0.0	0.0	34.7	24%
	70	3,400	2017	-	2018	0	20	30	0	0	30	0.0	0.0	8.7	25%
Nowy projekt	100	5,000	2017	-	2019	0	40	45	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Central Park IV	405	20,682	2017	-	2019	0	80	130	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kanał Żerański III	233	11,650	2017	-	2019	0	80	100	0	0	0	0.0	0.0	0.0	24%
Nowy projekt	80	5,143	2018	-	2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Nowy projekt	60	3,857	2018	-	2020	0	0	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Central Park V	231	11,681	2018	-	2020	0	0	90	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kanał Żerański IV	234	11,700	2018	-	2020	0	0	80	0	0	0	0.0	0.0	0.0	24%
Nowy projekt	150	8,250	2018	-	2020	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Razem						726	810	829	588	596	804	242.4	191.2	256.9	

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 nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w tym oferowania instrumentów finansowych dwóch serii.

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 następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał 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, zając długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analizy 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 jakichkolwiek 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: 3 rekomendacje kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 9 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 76 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy, w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 12 maja 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,49PLN, w dniu 17 września 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,00PLN oraz w dniu 9 grudnia 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 5,80PLN. 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 jej kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2016 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, aktywna 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 wyceny wartości 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