

- Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 34.9m w 2015P oraz PLN 40.4m w 2016P
- P/E na poziomie 8.9x oraz EV/EBITDA na 6.7x w 2015P
- Spółka planuje wydzielenia z grupy segmentu motoryzacyjnego

## Korzystne perspektywy dla obu segmentów

Pomimo zaraportowania rekordowych wyników w 2014r., dyskonto do wartości godziwej Marvipolu pozostaje wysokie. Na naszych prognozach na 2015r. i 2016r., spółka jest wyceniana z P/E 8.9x i 7.7x. Po aktualizacji naszych prognoz finansowych, wyceniamy obecną wartość godziwą segmentu deweloperskiego na poziomie PLN 166m (PLN 4.0/akcję) oraz motoryzacyjnego na PLN 189m (PLN 4.5/akcję), w wyniku czego utrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Informacje o zakupach nowych gruntów powinny naszym zdaniem poprawić nastawienie rynku do segmentu mieszkaniowego Marvipolu. Kolejnym katalizatorem kursu akcji może być ujawnienie dalszych szczegółów na temat planowanego podziału spółki, które Marvipol planuje przedstawić do końca pierwszego półrocza 2015r.

**Wzbogacenie banku ziemi o nowe grunty.** Na koniec 4Q14 oferta mieszkaniowa Marvipolu wynosiła 731 mieszkań, z czego 510 w ramach wieloetapowego projektu Central Park Ursynów. Pozytywną informacją dla rozwoju segmentu mieszkaniowego stanowi przedwstępna umowa zakupu gruntów pozwalających na budowę ok. 850 mieszkań. Ze względu na wysoki poziom przekazań w 2014r. obniżamy prognozę przekazań o 5% do 589 w 2015r. oraz o 8% do 567 w 2016r. Pozostawiamy prognozę przychodów segmentu mieszkaniowego na PLN 252m w 2015r. oraz obniżamy o 7% do PLN 211m w 2016r.

**Segment motoryzacyjny motorem wzrostu wyników w 2015-2016P.** W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu sprzedaży samochodów ze względu na wprowadzenie do sprzedaży nowych modeli (Discovery Sport oraz Jaguar XE) wraz z silnikami o mniejszej pojemności oraz dzięki rozwojowi sieci dilerkiej. Prognozujemy wzrost sprzedaży samochodów JLR do 1,332 w 2015r. i 1,732 w 2016r. oraz przychodów odpowiednio na poziomie PLN 379m i PLN 443m (zmiana prognoz o 6% i -2%).

**Istotna poprawa bilansu spółki w 1Q15.** Na koniec 2014r. spółka posiadała zadłużenie netto w wysokości PLN 196m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.67x. Dodatkowo w pierwszym kwartale 2015r. poziom zadłużenia netto zmalał o PLN 93.1m do PLN 103.0m. Dzięki niskiemu poziomowi zadłużenia oczekujemy obniżenia kosztów finansowych netto w kolejnych latach. Zwracamy jednak uwagę, że poziom długu netto w nadchodzących kwartałach jest uzależniony od ewentualnych transakcji zakupu gruntów.

**Wycena.** Wyceniamy Marvipol na PLN 10.5/akcję, co implikuje 41% potencjał wzrostu. Zwracamy uwagę na potencjał wzrostu segmentu motoryzacyjnego, obniżenie poziomu zadłużenia spółki oraz transakcję zakupu gruntów pod nowe inwestycje. Dodatkowo uważamy, że planowany podział grupy powinien przyczynić się do zmniejszenia dyskonta pomiędzy obecną kapitalizacją połączonych segmentów a ich wartością godziwą. Spółka obecnie wyceniana jest na 2015P P/BV na poziomie 0.95x oraz 2015P P/E w wysokości 8.9x.

Tabela 1. Marvipol: Wskaźniki wyceny

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody (PLNm)	378.0	506.0	761.2	654.0	676.3	702.1
EBITDA (PLNm)	39.8	40.0	79.8	59.3	60.9	63.1
EBIT (PLNm)	36.5	36.5	76.8	55.8	56.9	59.1
Zysk netto (PLNm)	17.7	13.6	48.4	34.9	40.4	45.1
P/E (x)	15.6	22.8	6.5	8.9	7.7	6.9
EV/EBITDA (x)	17.0	15.7	6.4	6.7	6.2	5.5
P/BV (x)	1.27	1.26	1.06	0.95	0.85	0.75

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	7.49
Potencjał wzrostu/spadku	+41%
Min (52T)	6.27
Max (52T)	8.39
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	311.2
Dług netto (1Q15, PLNm)	103.0
EV (1F, PLNm)	414.2

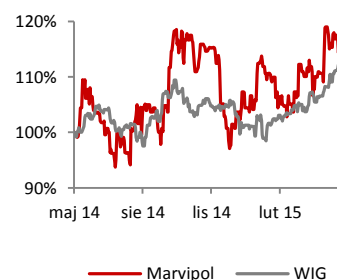
### Akcjonariat

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 Central Park Ursynów na ponad 2,300 mieszkań), 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).

### Kurs akcji spółki Marvipol vs. WIG



Źródło: Bloomberg, analizy DI Investors

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

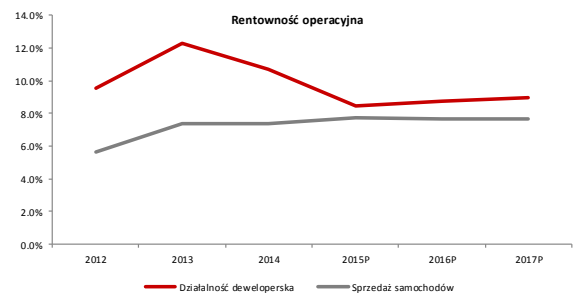
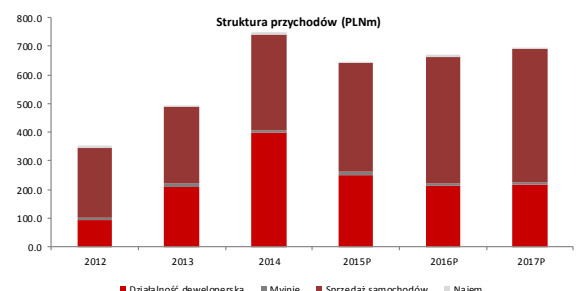
Marek.Szymanski@investors.pl

Wszystkie ceny aktualizowane są na koniec dnia 07.05.2015, chyba że jest to inaczej określone.

**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>654.0</b>	<b>676.3</b>	<b>702.1</b>
Działalność deweloperska	94.2	210.5	398.5	252.1	211.1	217.8
Mijnie	9.4	9.7	9.7	8.6	8.9	9.2
Sprzedaż samochodów	243.5	268.2	332.5	379.2	443.2	463.0
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	229.4	195.9	206.1
Wartość sprzedanych towarów i usług	203.1	220.3	273.9	312.4	365.1	381.4
Pozostałe koszty operacyjne	44.1	51.2	55.1	56.5	58.4	55.5
<b>EBITDA</b>	<b>39.8</b>	<b>40.0</b>	<b>79.8</b>	<b>59.3</b>	<b>60.9</b>	<b>63.1</b>
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0
<b>EBIT</b>	<b>36.5</b>	<b>36.5</b>	<b>76.8</b>	<b>55.8</b>	<b>56.9</b>	<b>59.1</b>
Działalność deweloperska	9.0	25.8	42.5	21.4	18.5	19.5
Mijnie	0.8	0.4	2.2	1.2	1.2	1.3
Sprzedaż samochodów	13.7	19.7	27.5	29.4	33.8	35.5
Najem	-0.3	-0.7	4.3	3.8	3.3	2.8
Pozostałe	13.4	-8.6	-0.2	0.0	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	14.1	15.5	17.5	12.7	7.0	3.4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>22.4</b>	<b>21.0</b>	<b>59.3</b>	<b>43.1</b>	<b>49.9</b>	<b>55.6</b>
Podatek dochodowy	4.7	7.4	10.8	8.2	9.5	10.6
<b>Zysk netto</b>	<b>17.7</b>	<b>13.6</b>	<b>48.4</b>	<b>34.9</b>	<b>40.4</b>	<b>45.1</b>
<b>Dynamiki wzrostu</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Wzrost przychodów (%)	0%	34%	50%	-14%	3%	4%
Wzrost EBIT (%)	-48%	0%	110%	-27%	2%	4%
Wzrost zysku netto (%)	-64%	-23%	255%	-28%	16%	12%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>180.0</b>	<b>156.3</b>	<b>152.5</b>	<b>163.0</b>	<b>173.7</b>	<b>174.0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	57.0	59.5	56.9	66.9	77.0	77.0
Wartości niematerialne i prawne	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
Nieruchomości inwestycyjne	83.8	76.9	76.1	76.1	76.1	76.1
Inne aktywa trwałe	38.2	19.0	18.7	19.2	19.9	20.1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>681.9</b>	<b>827.0</b>	<b>679.8</b>	<b>602.4</b>	<b>507.7</b>	<b>568.1</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.6	33.7	83.6	90.7	6.3	10.1
Należności	30.1	72.4	67.0	52.7	52.7	54.8
Zapasy	645.9	715.3	522.7	451.9	440.6	494.8
Inne aktywa obrotowe	2.3	5.6	6.5	7.2	8.0	8.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>765.4</b>	<b>681.4</b>	<b>742.1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>217.4</b>	<b>247.8</b>	<b>292.9</b>	<b>327.8</b>	<b>368.2</b>	<b>413.3</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>215.2</b>	<b>111.9</b>	<b>85.2</b>
Dług długoterminowy	271.6	284.2	187.7	177.2	73.9	47.2
Inne zobowiązania długoterminowe	26.2	37.8	38.0	38.0	38.0	38.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>346.8</b>	<b>413.5</b>	<b>313.7</b>	<b>222.5</b>	<b>201.4</b>	<b>243.6</b>
Dług krótkoterminowy	131.1	68.7	92.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania handlowe	89.3	168.8	134.9	120.1	127.3	132.5
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	176.0	86.8	101.3	73.0	110.0
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>765.4</b>	<b>681.4</b>	<b>742.1</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-42.8</b>	<b>79.3</b>	<b>148.4</b>	<b>122.0</b>	<b>33.0</b>	<b>34.6</b>
Zysk netto	17.7	13.6	47.9	34.9	40.4	45.1
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-62.3	55.2	80.7	84.8	-9.9	-14.1
zmiana stanu zapasów	-150.3	-43.2	202.0	70.8	11.3	-54.2
zmiana stanu należności	3.3	-30.5	5.4	14.3	0.0	-2.1
zmiana stanu zobowiązań	84.6	128.9	-126.7	-0.3	-21.1	42.2
Inne zmiany niepieniężne	-1.5	7.0	16.9	-1.1	-1.6	-0.5
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.9</b>	<b>15.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-13.6</b>	<b>-14.1</b>	<b>-4.1</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-2.9	-2.1	-4.0	-13.6	-14.1	-4.1
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>-101.5</b>	<b>-103.3</b>	<b>-26.7</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	67.1	-50.1	-76.6	-101.5	-103.3	-26.7
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-32.9	-34.2	-21.8	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	15.1	3.6	33.7	83.6	90.7	6.3
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.5	30.1	50.0	7.0	-84.4	3.8
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>3.6</b>	<b>33.7</b>	<b>83.6</b>	<b>90.7</b>	<b>6.3</b>	<b>10.1</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Dług brutto	402.7	352.9	279.7	178.2	75.0	48.3
Dług netto	399.2	319.2	196.1	87.6	68.7	38.2
Dług netto/EBITDA (x)	10.0	8.0	2.5	1.5	1.1	0.6
Dług netto/aktywa (x)	0.46	0.32	0.24	0.11	0.10	0.05
Dług netto/kapitały własne (x)	1.84	1.29	0.67	0.27	0.19	0.09
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	1.2	1.1	3.5	4.4	8.1	17.3

Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
P/E (x)	15.6	22.8	6.5	8.9	7.7	6.9
EV/EBITDA (x)	17.0	15.7	6.4	6.7	6.2	5.5
P/BV (x)	1.27	1.26	1.06	0.95	0.85	0.75
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Dane spółki</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Liczba akcji (mln)	36.9	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	0.48	0.33	1.17	0.84	0.97	1.08
Wartość księgowa na akcję (PLN)	5.9	6.0	7.0	7.9	8.9	9.9
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Dane spółki</b>						
Cena akcji (PLN)						7.49
Min (52W, PLN)						6.27
Max (52W, PLN)						8.39
Kapitalizacja (PLN mln)						311.2
EV (PLN mln)						507.3
<b>Główne założenia</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Mieszkania sprzedane	302	545	776	597	621	660
Mieszkania przekazane	296	470	918	589	567	604
Liczba sprzedanych aut	967	968	1,118	1,332	1,732	1,905
<b>Rentowność operacyjna (%)</b>	<b>9.7%</b>	<b>7.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.4%</b>
Działalność deweloperska	9.5%	12.2%	10.7%	8.5%	8.8%	9.0%
Mijnie	8.2%	3.7%	22.8%	14.0%	14.0%	14.0%
Sprzedaż samochodów	5.6%	7.3%	7.4%	7.7%	7.6%	7.7%
Najem	-4.7%	-12.5%	57.6%	50.0%	50.0%	50.0%



Analiza DuPont	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Marża zysku netto	4.7%	2.7%	6.4%	5.3%	6.0%	6.4%
Wskaźnik rotacji majątku	0.44	0.51	0.91	0.85	0.99	0.95
Dźwignia finansowa	3.96	3.97	2.84	2.34	1.85	1.80
ROE	8.2%	5.5%	16.5%	10.6%	11.0%	10.9%

## Podsumowanie inwestycyjne

Od początku roku kurs akcji Marvipolu wzrósł o 10.68%, podczas gdy indeks WIG Deweloperzy wzrósł w tym okresie o 4.55%. Zwracamy uwagę, że w 2014r. spółka zaraportowała rekordowo wysokie wyniki z zyskiem netto na poziomie PLN 48.4m oraz obniżyła poziom zadłużenia netto o PLN 123.1m. W nadchodzących kwartałach kluczowym wydarzeniem dla spółki będzie proces podziału grupy Marvipol na biznes motoryzacyjny skupiony w spółce M Automotive Holding oraz biznes mieszkaniowy w ramach istniejącej spółki Marivpol. Zgodnie z zapowiedziami spółki, plan podziału grupy powinien być gotowy do końca 1H15, natomiast na 1H16 przewidziany jest debiut części motoryzacyjnej na GPW.

### Aktualizacja prognoz segmentu mieszkaniowego

W 2014r. Marvipol zaraportował wysokie poziomy przedsprzedaży (776 mieszkań) oraz przekazania (918 mieszkań), w skutek czego oferta mieszkaniowa dewelopera na koniec 2014r. zmniejszyła się do 731 mieszkań (w tym 221 w projektach już zakończonych). Perspektywy na kolejne lata powinna poprawić naszym zdaniem informacja o przedwstępnej umowie nabycia 5.27ha gruntów na Białołęce za PLN 25m, na których spółka planuje realizację ok. 850 mieszkań. W naszych prognozach zakładamy wprowadzenie projektu do oferty dopiero na przełomie 2015/16r. Oczekujemy przedsprzedaży Marvipolu w wysokości 597 i 621, odpowiednio w latach 2015-17r. Jednocześnie prognozujemy przekazania na poziomie 589 mieszkań w 2015r. oraz 567 w 2016r. Wraz ze wzrostem udziału projektu CPU w strukturze przekazania, spodziewamy się spadku średniej wartości przekazanego mieszkania oraz niższej rentowności wynikającej ze struktury przekazywanych mieszkań. Prognozujemy przychody segmentu mieszkaniowego w wysokości PLN 252m w 2015r oraz PLN 211m w 2016r. (zmiana odpowiednio o 0% i -7%).

### Segment motoryzacyjny motorem wzrostu wyników finansowych w 2015-2016P

Kluczowym czynnikiem rozwoju działalności Marvipolu w nadchodzących kwartałach będzie część motoryzacyjna. Oczekujemy wzrostu sprzedaży samochodów ze względu na wprowadzenie do sprzedaży nowych modeli (Discovery Sport oraz Jaguar XE) oraz rozszerzenie gamy silników o jednostki o mniejszej pojemności, jak również dzięki rozwojowi sieci dilerkiej (salon w Bydgoszczy działający od 1 kwietnia 2015r. oraz otwarcia nowego salonu w Bielsku-Białej w 2Q15 oraz salonu w Warszawie w 2Q16). Dodatkowo wsparciem dla wyników segmentu motoryzacyjnego będzie rozwój wysokorentownych usług posprzedażowych, jak również planowane przez spółkę uruchomienie sprzedaży aut używanych (w naszych prognozach nie uwzględniamy tej działalności). Prognozujemy wzrost sprzedaży samochodów JLR do 1,332 w 2015r., 1,732 w 2016r. oraz 1,905 w 2017r. oraz przychodów odpowiednio na poziomie PLN 379m, PLN 443m oraz PLN 463m.

### Oczekiwanie na dalsze szczegóły dotyczące podziału spółki

W lipcu 2014r. spółka przedstawiła strategię rozwoju grupy Marvipol na lata 2014-2020. Strategia ta zakłada wyodrębnienie ze struktury grupy segmentu motoryzacyjnego skupionego w spółce M Automotive Holding S.A. oraz pozostawienie segmentu deweloperskiego w ramach grupy kapitałowej Marvipol S.A. Zgodnie z zapowiedziami, w 2Q15 spółka planuje przedstawić szczegóły dotyczące harmonogramu podziału grupy Marvipol na dwa giełdowe podmioty: deweloperski oraz motoryzacyjny.

## Istotna poprawa wskaźników zadłużenia, oczekiwany dług netto/EBITDA 1.5x na koniec 2015P

Na koniec 2014r. spółka posiadała zadłużenie brutto w wysokości PLN 280m, co przy stanie środków pieniężnych PLN 84m implikowało dług netto w wysokości PLN 196m (obniżenie o PLN 123m r/r, oraz obniżenie wskaźnika dług netto/kapitały własne z 1.29x na koniec 2013r. do 0.67x na koniec 2014r.). Dodatkowo w pierwszym kwartale 2015r. poziom zadłużenia netto zmalał o PLN 93.1m do PLN 103.0m. W nadchodzących kwartałach oczekujemy utrzymania niskiego poziomu zadłużenia dzięki sprzedaży zakończonych już projektów. Dzięki niskiemu poziomowi zadłużenia spodziewamy się obniżenia kosztów finansowych netto w kolejnych latach. Zwracamy jednak uwagę, że poziom zadłużenia w nadchodzących kwartałach jest uzależniony od ewentualnych dalszych transakcji zakupu gruntów.

## Wycena

Po aktualizacji naszych prognoz finansowych, określamy obecną wartość godziwą segmentu deweloperskiego na poziomie PLN 166m (PLN 4.0/akcję) oraz motoryzacyjnego na PLN 189m (PLN 4.5/akcję). Wyceniamy Marvipol na PLN 10.5/akcję, co implikuje 41% potencjał wzrostu. Zwracamy uwagę na potencjał wzrostu segmentu motoryzacyjnego, obniżenie poziomu zadłużenia spółki oraz transakcję zakupu gruntów pod nowe inwestycje. Spółka obecnie wyceniana jest na 2015P P/BV na poziomie 0.95x oraz 2015P P/E w wysokości 8.9x.

Tabela 2. Marvipol: Analiza SWOT

Silne Strony	Słabe Strony
<ul style="list-style-type: none"> <li>Dywersyfikacja działalności na segment mieszkaniowy oraz motoryzacyjny</li> <li>Doświadczenie w realizacji projektów mieszkaniowych</li> <li>Wsparcie programu MDM w przypadku projektu CPU</li> <li>Rozpoznawalność marki na warszawskim rynku mieszkaniowym</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Niski bank ziemi</li> <li>Niska dywersyfikacja projektowa oferty mieszkaniowej</li> </ul>
Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>Zakup gruntów pod nowe inwestycje mieszkaniowe</li> <li>Potencjalne przepływy pieniężne ze sprzedaży biurowca Prosta Tower</li> <li>Dalszy rozwój sieci dilerskiej</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ograniczenie oferty mieszkaniowej dewelopera</li> <li>Utrata umowy współpracy z JLR</li> <li>Opóźnienia w premierach nowych modeli aut JLR</li> </ul>

Źródło: Szacunki DI Investors

## Główne czynniki ryzyka

Do głównych czynników ryzyka dla naszych prognoz należą:

- Niski bank ziemi.** Na chwilę obecną spółka posiada w swojej ofercie sześć projektów mieszkaniowych. Jednak większość z nich obejmuje projekty już zakończone. W związku z tym istnieje ryzyko znaczącego ograniczenia oferty mieszkaniowej dewelopera. Dodatkowo zwracamy uwagę na wysoką wrażliwość wyników spółki od zakupu gruntów pod nowe inwestycje oraz terminów realizacji kolejnych etapów projektu Central Park Ursynów (projekt posiada pozwolenia na budowę wszystkich etapów, a terminy realizacji kolejnych etapów uzależnione są od decyzji dewelopera).
- Ryzyko wzrostu cen gruntów oraz opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych.** W związku z wysokim poziomem sprzedaży mieszkań oraz kurczącą się ofertą mieszkaniową, deweloper będzie musiał uzupełnić ofertę o nowe projekty. Zwracamy uwagę, że spółka jest szczególnie zainteresowana gruntami o uregulowanej sytuacji administracyjno-prawnej, tak aby możliwe było rozpoczęcie realizacji projektów już w 2015r. Ewentualne trudności w pozyskaniu

atrakcyjnych cenowo działek lub opóźnienia w pozyskaniu koniecznych pozwoleń administracyjnych stanowią ryzyko spadku sprzedaży w nadchodzących latach.

- **Ryzyko związane z pozyskiwaniem nowych środków finansowych.** Ze względu na planowany zakup działek pod nowe projekty mieszkaniowe, jak również realizację bieżących projektów, działalność spółki może wymagać finansowania zewnętrznego. Ewentualne trudności w pozyskaniu finansowania, mogłyby doprowadzić do opóźnień w zakupie gruntów lub w realizacji kolejnych projektów oraz do ograniczenia skali działalności spółki.
- **Ryzyko utraty umowy z JLR.** Obecnie spółka jest w trakcie negocjacji przedłużenia umowy współpracy z JLR. Ewentualne niepowodzenie mogłoby spowodować utratę segmentu motoryzacyjnego przez grupę.

## Wycena

Szacujemy wartość Marvipolu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Określamy wartość akcji Marvipolu na PLN 10.5.

**Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki**

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	287
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	208
+ 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)	391
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.4
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>10.5</b>
Cena rynkowa (PLN)	7.49
Potencjał wzrostu/spadku (%)	41%

Źródło: Szacunki DI Investors

### Wycena segmentu mieszkaniowego

Wyceniamy segment mieszkaniowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą. Szacujemy wartość segmentu (EV) na poziomie PLN 287m.

**Tabela 4. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego**

Metoda DCF (PLNm)	311
Metoda porównawcza (PLNm)	264
<b>Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)</b>	<b>287</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 5. Marvipol: Wycena DCF segmentu mieszkaniowego (PLNm)**

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	252.1	211.1	217.8	254.8	267.4
Znormalizowana EBITDA	22.2	19.3	20.3	24.0	25.8
Znormalizowany EBIT	21.4	18.5	19.5	23.1	25.0
Podatek od EBIT (%)	-4.1	-3.5	-3.7	-4.4	-4.7
NOPAT	17.3	15.0	15.8	18.7	20.2
Amortyzacja	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Zmiany w kapitale obrotowym	85.5	10.0	-11.6	16.6	0.1
Wydatki inwestycyjne	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9
<b>Free cash flow</b>	<b>102.8</b>	<b>25.0</b>	<b>4.2</b>	<b>35.3</b>	<b>20.3</b>
Wartość bieżąca FCF	94.1	20.9	3.2	24.7	13.1
Wartość bieżąca FCF	156				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	142				
Wartość przedsiębiorstwa	298				
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV)</b>	<b>311</b>				

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 6. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego**

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Dług/ (dług+kapitał własny)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
Koszt kapitału własnego (%)	10.3%	9.9%	9.8%	9.2%	9.1%
Koszt długu (%)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Koszt długu po podatku (%)	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
<b>WACC (%)</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.0%</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 7. Marvipol: wrażliwość modelu DCF**

		Stopa wolna od ryzyka (%)				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	318	306	295	285	276
	-0.5%	327	314	302	292	282
	0.0%	338	324	311	299	288
	0.5%	350	334	320	307	296
	1.0%	364	346	330	316	304

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 8. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2015P	2016P	2017P
Dom Development Sa	52.6	1,303	1.48	1.48	1.47
Lc Corp Sa	2.0	895	0.67	0.62	0.58
Robyg Sa	2.5	647	1.42	1.33	1.30
Ronson Europe Nv	1.5	395	0.84	0.80	0.77
Vantage	2.9	178	0.54	0.51	0.49
JHM	1.9	129	0.43	0.42	0.40
Mediana			0.75	0.71	0.67
Marvipol (segment mieszkaniowy)	7.5	311.2	1.17	1.12	1.07
Waga (%)			33%	33%	33%
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			282	257	254
<b>Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)</b>	<b>264</b>				

Źródło: Szacunki DI Investors

### 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 208m.

**Tabela 9. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego**

Metoda DCF (PLNm)	275
Metoda porównawcza (PLNm)	141
<b>Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)</b>	<b>208</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 10. Marvipol: Wycena DCF segmentu samochodowego (PLNm)**

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	376.5	440.5	460.3	483.3	493.0	497.9	502.9	507.9	513.0	518.1
Znormalizowana EBITDA	32.9	37.6	39.3	41.2	42.0	42.4	42.2	42.6	43.0	43.4
Znormalizowany EBIT	32.0	36.5	38.1	40.0	40.8	41.2	41.0	41.4	41.9	42.3
Podatek od EBIT	(5.1)	(6.0)	(6.3)	(6.6)	(6.8)	(6.9)	(6.8)	(6.9)	(7.0)	(7.1)
<b>NOPAT</b>	<b>26.9</b>	<b>30.5</b>	<b>31.8</b>	<b>33.4</b>	<b>34.0</b>	<b>34.4</b>	<b>34.2</b>	<b>34.5</b>	<b>34.9</b>	<b>35.2</b>
Amortyzacja	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Zmiana w kapitale obrotowym	(0.7)	(19.8)	(2.4)	(2.3)	(4.5)	(5.5)	(5.8)	(6.1)	(6.4)	0.1
Wydatki inwestycyjne	(11.0)	(11.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
<b>Free cash flow</b>	<b>16.2</b>	<b>0.7</b>	<b>29.3</b>	<b>31.1</b>	<b>29.5</b>	<b>28.8</b>	<b>28.4</b>	<b>28.4</b>	<b>28.4</b>	<b>35.3</b>
Wartość bieżąca FCF	14.5	0.5	21.2	20.5	17.9	16.1	14.7	13.6	12.6	14.6
Wartość bieżąca FCF	146.1									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	115									
Wartość segmentu	261									
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV)</b>	<b>275</b>									

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 11. Marvipol: WACC segmentu samochodowego**

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Dług/ (dług+kapitał własny)</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta (x)	1.9	1.9	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
Koszt kapitału własnego (%)	12.0%	12.1%	10.5%	9.5%	8.9%	8.5%	8.2%	7.9%	7.8%	7.5%
Koszt długu (%)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Koszt długu po podatku (%)	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
<b>WACC (%)</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.5%</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 12. Marvipol: wrażliwość modelu DCF**

	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Stopa wolna od ryzyka (%)				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
	-1.0%	283	274	265	256	248
	-0.5%	289	279	269	260	252
	0.0%	294	284	275	265	257
	0.5%	301	290	280	271	262
	1.0%	307	297	286	277	267

Źródło: Szacunki DI Investors

**Tabela 13. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Carmax Inc	70.8	53,242	27.2	23.1	20.8	22.0	21.4	20.4
Autonation Inc	63.2	25,877	15.4	13.9	12.3	9.3	8.5	8.3
Inchcape Plc	844.5	20,481	16.6	15.2	14.1	9.6	8.7	7.9
Penske Automotive Group Inc	51.1	16,559	13.7	12.6	11.6	7.1	n.a.	n.a.
Asbury Automotive Group	85.7	8,387	15.7	14.1	11.3	9.4	8.8	n.a.
Group 1 Automotive Inc	81.3	7,092	11.9	10.8	9.7	n.a.	n.a.	n.a.
D'leteren Sa/Nv	34.0	7,605	13.7	12.9	10.6	7.2	6.7	5.7
Lithia Motors Inc-Cl A	105.9	10,024	16.5	14.9	13.9	n.a.	n.a.	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	24.0	4,397	12.6	11.2	10.2	6.9	6.3	5.8
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	14.0	4,109	11.8	11.0	9.8	10.3	9.6	8.4
Lookers Plc	155.3	3,332	11.7	11.2	10.6	7.2	6.7	6.2
Bilia Ab-A Shs	308.5	3,377	15.2	14.5	14.0	7.8	7.5	7.2
Pendragon Plc	36.0	2,876	10.9	10.3	10.3	4.9	4.6	4.5
Mediana			13.7	12.9	11.3	7.8	8.0	7.2
Marvipol (segment samochodowy)	7.5	311	14.3	12.3	11.6	10.5	9.3	8.2
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			299	327	301	227	267	277
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%
Dyskonto do wyceny	50%							
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>141</b>							

Źródło: Szacunki DI Investors

### 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 14. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower**

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena DII (PLNm)	Aktualne zadłużenie (PLNm)	Potencjalna gotówka netto (PLNm)
Prosta Tower	6,084	6.0	7.0%	85.4	54.7	30.7

Źródło: Dane spółki, DI Investors



## Segment mieszkaniowy

Obecnie Marvipol posiada w swojej ofercie 6 projektów mieszkaniowych zlokalizowanych w Warszawie. Według danych REAS oferta mieszkaniowa na rynku warszawskim kształtowała się na poziomie 17.7tys. mieszkań na koniec 2014r. (+18% r/r). Pomimo wzrostu oferty mieszkaniowej, przeciętny czas wyprzedaży oferty w Warszawie pozostał na niezmiennym poziomie niecałych 13 miesięcy. Jednocześnie średnie ceny transakcyjne ustabilizowały się na poziomie około PLN 7,200/mkw (płasko r/r). W nadchodzących kwartałach oczekujemy, że wsparciem dla sprzedaży mieszkań pozostaną niskie stopy procentowe, bogata oferta mieszkaniowa deweloperów, stabilne ceny, jak również wsparcie programu Mieszkanie dla Młodych w przypadku wybranych projektów mieszkaniowych (m.in. projekt Central Park Ursynów Marvipolu).

### Oferta mieszkaniowa

Na koniec 4Q14 oferta mieszkaniowa Marvipolu wynosiła 731 mieszkania, z czego 221 lokale zlokalizowane były w zakończonych inwestycjach (Apartamenty Mokotów Park, Zielona Italia, Bielany Residence, Art Eco oraz Hill Park) oraz 510 mieszkań w kluczowym projekcie Central Park Ursynów (obecnie realizowane etapy 1A oraz 1B). Przy sprzedaży 146 mieszkań w 1Q15 oferta mieszkaniowa Marvipolu na koniec 1Q15 zmniejszyła się do 585 mieszkań (poziom około rocznej sprzedaży dewelopera). Zwracamy uwagę, że w kolejnych kwartałach spółka będzie wprowadzać do sprzedaży przede wszystkim kolejne etapy projektu Central Park Ursynów (w ramach posiadanego banku ziemi spółka posiada potencjał do realizacji kolejnych etapów projektu CPU na dodatkowe około 1,400 mieszkań).

*Oferta mieszkaniowa na poziomie 731 mieszkań na koniec 2014r.*

Dodatkowo dnia 07.05.2015 spółka podpisała przedwstępną umowę nabycia prawa użytkowania wieczystego gruntu o powierzchni 3.64ha oraz własności gruntowej o powierzchni 1.63ha w warszawskiej Białołęce za PLN 25m, na którym powstać może około 850 mieszkań. Termin zawarcia przyrzeczonej umowy sprzedaży został ustalony na 15.07.2015r.

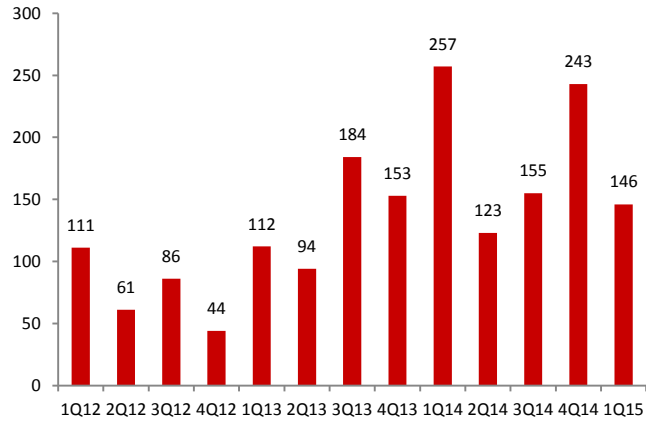
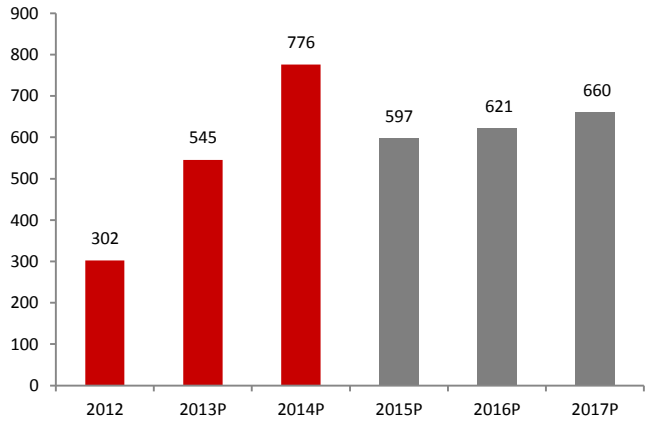
### Przedsprzedaż

W 1Q15 przedsprzedaż wyniosła 146 mieszkań, w wyniku czego oferta mieszkaniowa została pomniejszona do 585 mieszkań (w 1Q15 spółka nie wprowadziła do sprzedaży żadnego nowego projektu). Sprzedaż mieszkań Marvipolu w nadchodzących kwartałach będzie bazować na ostatnich dostępnych mieszkaniach w ramach pięciu zrealizowanych już inwestycji oraz na kolejnych etapach kluczowego projektu Central Park Ursynów. Oczekujemy, że w drugiej połowie roku Marvipol wprowadzi do sprzedaży kolejny etap projektu z blisko 500 lokalami. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wsparciem dla sprzedaży mieszkań w projekcie CPU powinien być program rządowy Mieszkanie dla Młodych. Obecne limity cenowe MdM ustalone są na PLN 6,588/mkw, podczas gdy przeciętna cena mieszkania CPU wynosi około PLN 6,500/mkw.

*Prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 597 mieszkań w 2015r (-23% r/r).*

Ze względu na niską ofertę mieszkaniową na koniec 2014r. obniżamy naszą prognozę przedsprzedaży mieszkań z 619 do 597 mieszkań w 2015r. (-23% r/r z 776 w 2014r.), w tym 420 w CPU (ponad 70% całkowitej sprzedaży). Dodatkowo spółka nabyła grunty w maju 2015r. na Białołęce, na których planuje realizację ok. 850 mieszkań. W naszych prognozach zakładamy, że mieszkania w ramach nowej inwestycji zostaną wprowadzone do sprzedaży na początku 2016r.

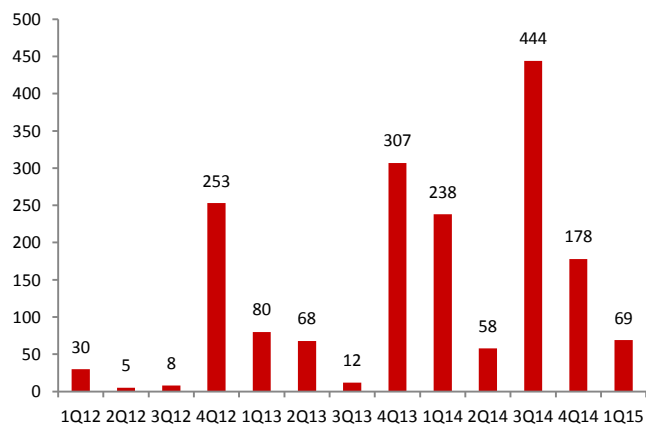
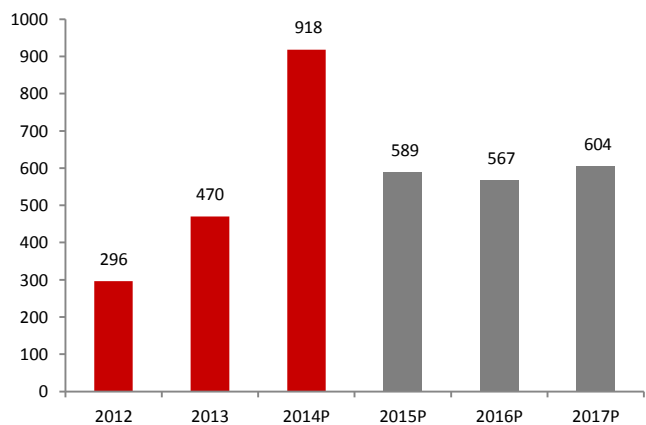
W oparciu o powyższe założenia prognozujemy przedsprzedaż Marvipolu na poziomie 621 mieszkań w 2016r. (vs. poprzednia prognoza na 624 mieszkania) oraz 660 w 2017r., z czego udział projektu CPU będzie kształtował się na poziomie odpowiednio 390.

**Wykres 1. Marvipol: Sprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym**
*Liczba lokali*

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*
**Wykres 2. Marvipol: Sprzedaż mieszkań w ujęciu rocznym**
*Liczba lokali*

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*

### Sprzedaż notarialna

W wynikach za 2014r. spółka rozpoznała przekazanie rekordowej liczby 918 mieszkań (w porównaniu do naszej poprzedniej prognozy 859 mieszkań), w tym 391 w OZI, 207 w Bielany Residence, 202 w Art Eco, 114 w AMP oraz 5 w Hill Park. Na koniec 2014r. spółka posiadała dodatkowo 488 mieszkania sprzedane, ale jeszcze nie przekazane, w tym 87 gotowe. Zwracamy uwagę, że w listopadzie 2015r. spółka planuje zakończyć pierwszy etap projektu Central Park Ursynów (na koniec 2014r. sprzedane 312 mieszkań z 471). W rezultacie, oczekujemy przekazania na poziomie 589 mieszkania w 2015r. (-36% r/r, obniżenie prognozy o 5%), 567 mieszkań w 2016r. (-4% r/r, obniżenie prognozy o 8%) oraz 604 mieszkań w 2017r.

**Oczekujemy przekazania 589 mieszkań w 2015r. oraz 567 w 2016r.**

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

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*
**Wykres 4. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu rocznym**
*Liczba lokali*

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*

**Tabela 15. Marvipol: Potencjał rozpoznania przychodów z zakończonych projektów na koniec 4Q14**
*Liczba lokali*

Projekt	Liczba lokali	Liczba lokali w sprzedaży	Wartość sprzedanych, nieprzekazanych lokali	Wartość zapasów
Mokotów Park	432	19	15.5	26.1
Zielona Italia	886	56	8.1	31.6
Bielany Residence	396	22	8.4	16.6
Art Eco	314	81	17.9	52.1
Hill Park	52	43	5.7	65.7

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*
**Tabela 16. Marvipol: Portfel nieruchomości mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Okres realizacji	Sprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
<b>Projekty zakończone</b>													
AMP	429	32,492	2009 - 2013	19	0	0	34	9	0	23.8	5.3	0.0	18%
Bielany Residence	396	24,000	2011 - 2013	22	0	0	29	8	0	15.7	3.8	0.0	28%
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011 - 2014	10	10	10	14	10	10	21.9	15.8	15.2	6%
OZI	885	54,823	2010 - 2013	56	0	0	55	18	0	27.8	6.1	0.0	22%
Art Eco Rezydencja	314	19,800	2012 - 2014	70	11	0	95	17	0	44.1	8.8	0.0	9%
<b>Projekty realizowane</b>													
Central Park IA	471	25,700	2014 - 2015	140	19	0	362	109	0	118.7	35.9	0.0	18%
Central Park IB	440	25,000	2014 - 2016	230	121	0	0	396	44	0.0	135.4	15.0	18%
<b>Projekty planowane</b>													
Nowy projekt I	200	11,000	2015 - 2017	0	150	110	0	0	208	0.0	0.0	74.4	18%
Central Park II	450	24,750	2015 - 2017	50	180	150	0	0	342	0.0	0.0	113.2	18%
Central Park III	350	19,250	2016 - 2018	0	70	140	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Nowy projekt II	150	8,250	2016 - 2018	0	30	70	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Nowy projekt III	150	8,250	2016 - 2018	0	30	70	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Central Park IV	350	19,250	2017 - 2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Nowy projekt IV	150	8,250	2017 - 2019	0	0	30	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
Nowy projekt V	150	8,250	2017 - 2019	0	0	30	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
<b>Razem</b>				<b>597</b>	<b>621</b>	<b>660</b>	<b>589</b>	<b>567</b>	<b>604</b>	<b>252.1</b>	<b>211.1</b>	<b>217.8</b>	

*Źródło: Dane spółki, DI Investors*

## Segment najmu

Segment najmu Marvipolu obejmuje nieruchomość biurową Prosta Tower przy ulicy Prostej 32 w Warszawie. Powierzchnia biurowa przeznaczona pod najem to 6,084mkw. Na koniec 4Q14 budynek był wynajęty w 93%, z czego około 15% powierzchni wynajmowane było przez Grupę Marvipol (powierzchnia wykorzystywana na potrzeby własne ujmowana jest w bilansie w rzeczowych aktywach trwałych, natomiast pozostała część w nieruchomościach inwestycyjnych).

W 2014r. segment najmu wygenerował przychody na poziomie PLN 7.5m (+27% r/r) oraz zysk operacyjny w wysokości PLN 4.3m (vs. strata operacyjna PLN 0.7m w 2013r.). Prognozujemy, że w latach 2015-16 segment ten wygeneruje przychody na poziomie PLN 7.6m i PLN 6.6m oraz zysk operacyjny w wysokości PLN 3.8m i PLN 3.3m.

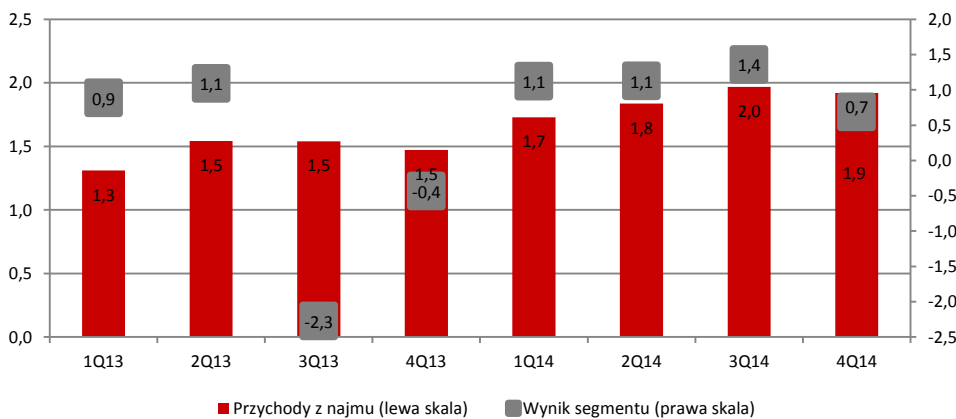
Jednocześnie przypominamy, że w styczniu 2015r. budynek został refinansowany 5-letnim kredytem w wysokości EUR 13.65m. Na potrzeby finansowania, nieruchomość została wyceniona na EUR 21m (ok. PLN 84m). Zwracamy uwagę, że ewentualna sprzedaż nieruchomości pozwoliłaby spółce na generację około EUR 7.35m (tj. ok. PLN 30.7m) środków pieniężnych netto.

*Prognozujemy stabilizację wyników segmentu najmu w nadchodzących latach*

*Potencjał do generacji ponad PLN 30m gotówki netto ze sprzedaży projektu Prosta Tower*

**Wykres 5. Marvipol: Wynik segmentu najmu w ujęciu kwartalnym**

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Segment motoryzacyjny

Grupa Marvipol jest autoryzowanym generalnym importerem oraz dealerem w Polsce samochodów segmentu premium oraz high luxury segment: Land Rover, Jaguar, Aston Martin, Caterham oraz Lotus. W 2014r. spółka odnotowała sprzedaż samochodów Jaguar Land Rover na poziomie 1,118 sztuk (+18% r/r), z czego 189 marki Jaguar (+13% r/r) oraz 929 Land Rover (+19% r/r).

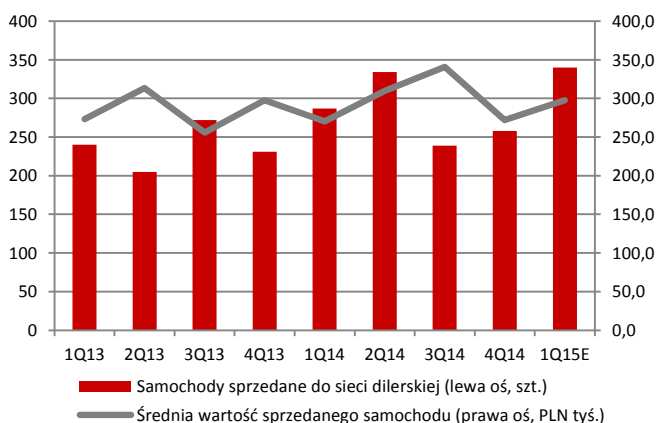
W 1Q15 spółka zaraportowała sprzedaż samochodów JLR na poziomie 340 sztuk (+18% r/r). Oczekujemy, że w nadchodzących kwartałach kluczowym czynnikiem wzrostu sprzedaży aut JLR będą premiery nowych samochodów, w tym Land Rover Discovery Sport (auto pojawiło się w sprzedaży pod koniec 1Q15) oraz Jaguar XE (planowana sprzedaż od 3Q15). Jednocześnie spółka planuje rozwój sieci dilerkiej Jaguar Land Rover z 10 salonów na koniec 2014r. do 13 na koniec 2016r. Zgodnie z zapowiedziami spółki w 1H15 przewidziane jest uruchomienie salonów w Bielsku-Białej oraz w Bydgoszczy, natomiast na 2Q16 planowane jest uruchomienie kolejnego salonu własnego w Warszawie. Spółka nie wyklucza również modernizacji lub relokacji salonów w ramach obecnych rynków lokalnych, w tym m.in. Łódź oraz Gdańsk. W oparciu o powyższe założenia, oczekujemy sprzedaży 1,332 aut JLR w 2015r. (+19% r/r) oraz 1,732 w 2016r. (+30% r/r).

*Prognozujemy wzrost liczby sprzedawanych samochodów...*

Jednocześnie w ramach sprzedawanych samochodów, JLR planuje wzbogacenie gamy dostępnych silników o jednostkę o pojemności 2.0l, co pozwoliłoby na uzyskanie niższej ceny sprzedawanego samochodu (ze względu na niższy podatek akcyzowy) oraz trafienie do nowej grupy odbiorców. W rezultacie oczekujemy obniżenia średniej wartości sprzedanego auta o 5% r/r w 2015r. oraz o 10% r/r w 2016r. (w porównaniu do poprzedniego założenia spadku średniej ceny sprzedanego samochodu o 15% r/r w 2015r.).

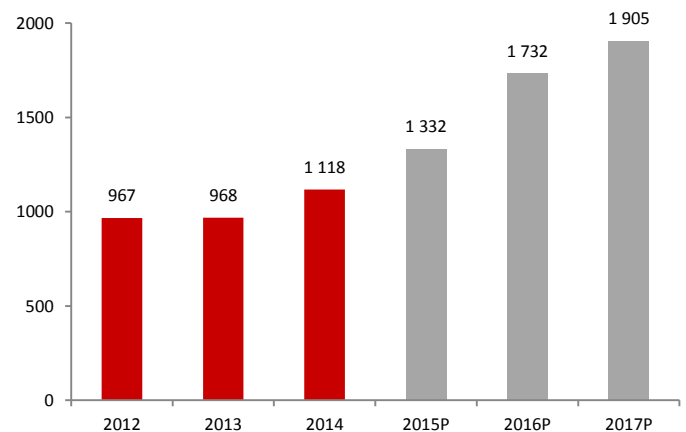
*... przy jednoczesnym spadku średniej wartości sprzedawanego samochodu*

**Wykres 6. Sprzedaż samochodów Land Rover oraz Jaguar oraz średnia wartość sprzedanego auta w ujęciu kwartalnym**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Wykres 7. Prognoza sprzedaży samochodów Jaguar Land Rover w ujęciu rocznym**



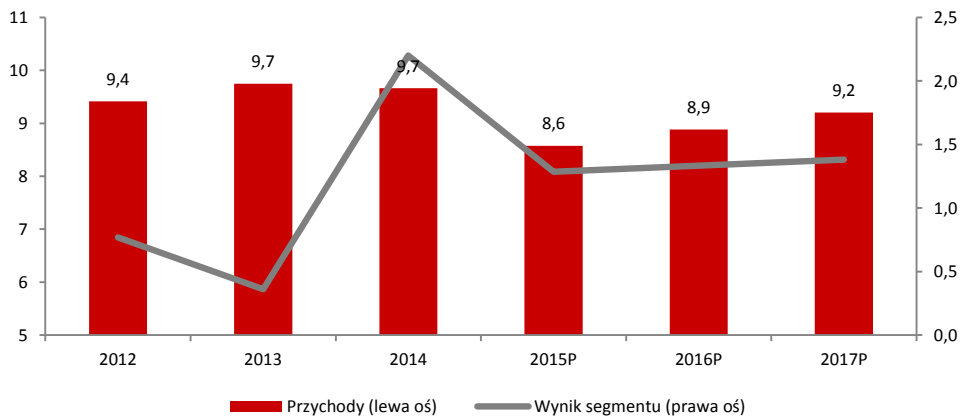
Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

Wpływ na wyniki segmentu motoryzacji w najbliższych latach będzie mieć również wzrost przychodów ze sprzedaży usług serwisowych, związany zarówno z rosnącą liczbą samochodów Jaguar Land Rover w Polsce, jak również z rozwojem sieci serwisowej (m.in. dzięki uruchomieniu kolejnego serwisu w Warszawie w 2016r.). Zwracamy uwagę, że na chwilę obecną przychody ze sprzedaży usług serwisowych kształtują się na poziomie około 15% przychodów ze sprzedaży samochodów, przy czym rentowność operacyjną prognozujemy na około 25% (w porównaniu do rentowności 7-8% w przypadku sprzedaży aut).

Obecna umowa współpracy z JLR obowiązuje do czerwca 2016r, jednak spółka jest obecnie w trakcie negocjacji przedłużenia tej umowy. Zarząd Marvipolu oczekuje przedłużenia umowy na początku drugiej połowy 2015r.

Marvipol posiada również działalność związaną z prowadzeniem sieci myjni samochodowych poprzez spółkę Robo Wash Center (5 myjni w Warszawie) oraz Robo Wash Express (1 myjnia w Koninie). Strategia grupy Marvipol zakłada wyłączenie segmentu myjni samochodowych z grupy w perspektywie najbliższych lat.

**Wykres 8. Marvipol: Przychody z tytułu prowadzenia sieci myjni (PLNm)**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Prognoza wyników za 1Q15

W 1Q15 spółka przedsprzedała 146 mieszkania (-43% r/r), na co wpływ miało przede wszystkim zmniejszenie oferty mieszkaniowej dewelopera (z 1,067 na koniec 2013r. do 731 na koniec 2014r.). Z kolei sprzedaż notarialna w 1Q15 wyniosła 69 lokale (-71% r/r). Zwracamy uwagę, że w okresie tym przekazywane były jedynie mieszkania w ramach pięciu zakończonych już projektów, w związku z czym oczekujemy wzrostu średniej wartości przekazanego mieszkania ze względu na większy metraż. W rezultacie prognozujemy przychody segmentu mieszkaniowego w wysokości PLN 40.1m (-62% r/r). Jednocześnie spółka poinformowała, że JLP Polska sprzedała do sieci dilerkiej 340 samochodów Jaguar Land Rover (+18% r/r). Przy założeniu średniej wartości sprzedanego samochodu w wysokości średniej z 2014r. (tj. blisko PLN 300k), prognozujemy przychody segmentu samochodowego na poziomie PLN 101.1m (+30% r/r).

Przy utrzymaniu przychodów segmentu najmu oraz segmentu myjni na poziomach porównywalnych do poprzednich kwartałów, prognozujemy całkowite przychody Marvipolu na poziomie PLN 148.7m w 1Q15 (-22% r/r).

Ze względu na niską liczbę przekazanych mieszkań, oczekujemy rentowności operacyjnej segmentu mieszkaniowego na poziomie 3.5% (vs. 18% w 1Q14). Jednocześnie w przypadku segmentu motoryzacyjnego prognozujemy marżę operacyjną w wysokości 7.5%. W rezultacie prognozujemy zysk z działalności operacyjnej Marvipolu w 1Q15 na poziomie PLN 10.1m, implikujący marżę operacyjną w wysokości 6.8%.

Jednocześnie zwracamy uwagę na obniżenie poziomu zadłużenia spółki. Na koniec roku spółka posiadała dług brutto w wysokości PLN 279.7m, co przy stanie środków pieniężnych PLN 83.6m implikowało dług netto w wysokości PLN 196.1m (wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.67x). W ciągu pierwszego kwartału 2015r. spółka obniżyła poziom zadłużenia brutto o PLN 23.4m do PLN 256.3m oraz zwiększyła poziom środków pieniężnych o PLN 69.7m do PLN 153.3m. W efekcie dług netto spółki zmalał o PLN 93.1m do PLN 103m. W rezultacie prognozujemy obniżenie kosztów finansowych spółki do PLN 2.1m (-59% r/r). Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 6.5m (vs. PLN 19.7m w 1Q14).

**Tabela 17. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P	r/r, %
Predsprzedaż mieszkań	257	123	155	243	146	-43%
Przekazania mieszkań	238	58	444	178	69	-71%
Sprzedaż samochodów	287	334	239	258	340	18%
<b>Przychody</b>	<b>190.3</b>	<b>144.2</b>	<b>261.8</b>	<b>164.9</b>	<b>148.7</b>	<b>-22%</b>
Segment mieszkaniowy	104.9	32.4	172.8	88.5	40.1	-62%
Segment samochodowy	77.6	103.4	81.4	70.2	101.1	30%
Najem	1.7	1.8	2.0	1.9	1.9	11%
Myjnie	2.9	2.4	2.1	2.3	2.3	-23%
Pozostałe	3.2	4.2	3.6	2.0	3.3	2%
Usługi obce	86.2	30.8	155.0	83.3	37.8	-56%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	62.8	83.3	67.4	60.3	86.9	38%
Pozostałe koszty operacyjne	13.0	13.9	12.3	16.3	13.9	6%
<b>EBITDA</b>	<b>29.0</b>	<b>16.6</b>	<b>27.9</b>	<b>5.8</b>	<b>10.9</b>	<b>-62%</b>
<b>EBIT</b>	<b>28.2</b>	<b>16.1</b>	<b>27.1</b>	<b>5.0</b>	<b>10.1</b>	<b>-64%</b>
Segment mieszkaniowy	18.9	0.9	20.0	2.6	1.4	-93%
Segment samochodowy	7.7	12.5	5.6	1.8	7.6	-1%
Najem	1.1	1.1	1.4	0.7	1.0	-14%
Myjnie	0.6	1.5	0.0	0.2	0.2	-72%
Koszty finansowe	5.0	4.3	5.1	3.1	2.1	-59%
Zysk przed opodatkowaniem	23.2	11.8	21.9	1.8	8.0	-65%
Podatek dochodowy	3.5	2.3	4.2	0.8	1.5	-56%
<b>Zysk netto</b>	<b>19.7</b>	<b>9.5</b>	<b>17.7</b>	<b>1.1</b>	<b>6.5</b>	<b>-67%</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

## Prognozy finansowe

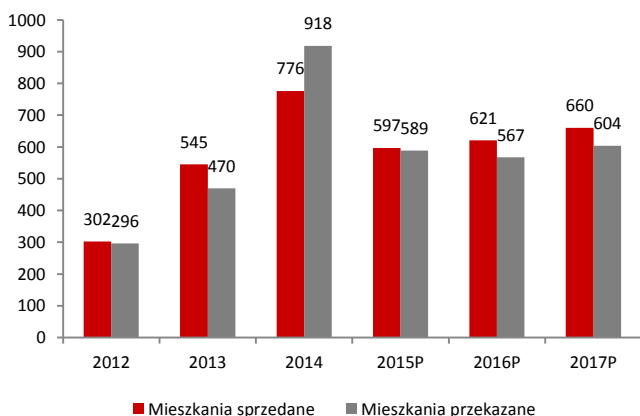
**Tabela 18. Marvipol: Zmiana prognoz**

	2015P			2016P		
	Obecne	Poprzednie	zmiana, %	Obecne	Poprzednie	zmiana, %
Przedsprzedaż	597	619	-4%	621	624	0%
Przekazania	589	622	-5%	567	614	-8%
Sprzedaż aut	1332	1413	-6%	1732	1762	-2%
Przychody	654.0	631.8	4%	676.3	703.2	-4%
EBITDA	59.3	60.4	-2%	60.9	68.0	-10%
EBIT	55.8	57.2	-2%	56.9	64.5	-12%
<b>Zysk netto</b>	<b>34.9</b>	<b>33.2</b>	<b>5%</b>	<b>40.4</b>	<b>45.1</b>	<b>-10%</b>

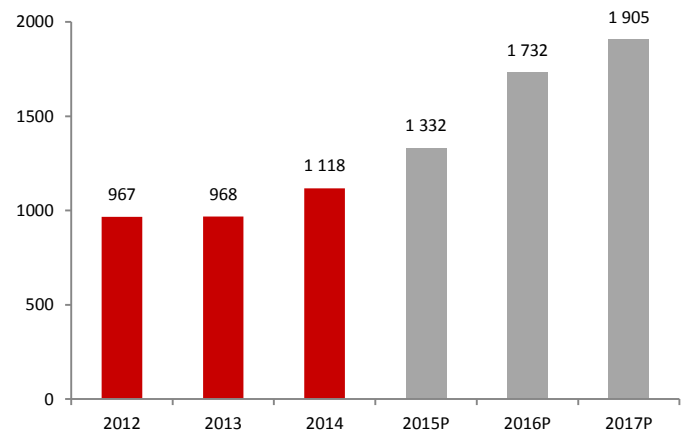
Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

W 2014r. spółka sprzedała 776 mieszkania (o 36 mieszkań powyżej naszej poprzedniej prognozy). W rezultacie spółka posiadała na koniec 2014r. ofertę mieszkaniową na poziomie 731 mieszkań. Ze względu na niską oraz słabo zdywersyfikowaną ofertę mieszkaniową, obniżamy naszą prognozę przedsprzedaży o 4% do 567 mieszkań w 2015r., pozostawiamy na zbliżonym poziomie 621 w 2016r.

Rekordowo wysoka liczba przekazania mieszkań w 2014r. (918 mieszkań, w porównaniu do 470 w 2013r.) wpłynęła na niższy potencjał do rozpoznania przekazania w wynikach 2015r. Zwracamy uwagę, że na koniec 2014r. spółka posiadała 87 mieszkań gotowych sprzedanych (o wartości PLN 55.6m) oraz 221 mieszkania gotowe w ofercie (wartość po koszcie w zapasach na poziomie PLN 192.1m). Jednocześnie w 4Q15 spółka planuje zakończenie realizacji pierwszego etapu projektu Central Parku Ursynów (312 mieszkań z 471 sprzedanych na koniec 4Q14). Dodatkowo uważamy, że realizacja projektu mieszkaniowego na zakupionych gruntach może mieć wpływ na wyniki spółki nie wcześniej niż w 2017r. W efekcie obniżamy naszą prognozę przekazania o 5% do 589 w 2015r. oraz o 8% do 567 w 2016r. Ze względu na niższe poziomy liczby przekazywanych mieszkań, jak również na malejącą średnią wartość przekazywanego mieszkania (mniejsze oraz tańsze mieszkania projektu CPU, w porównaniu do pozostałych projektów w obecnej ofercie dewelopera), pozostawiamy naszą prognozę przychodów segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 252m w 2015r. oraz obniżamy o 7% do PLN 211m w 2016r.

**Wykres 9. Marvipol: Prognoza sprzedaży oraz przekazania mieszkań**


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

**Wykres 10. Marvipol: Prognoza sprzedaży samochodów JLR**


Źródło: Dane spółki, PZPM, DI Investors

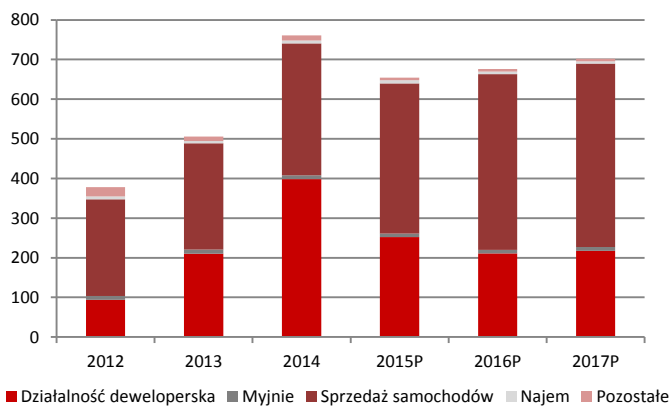
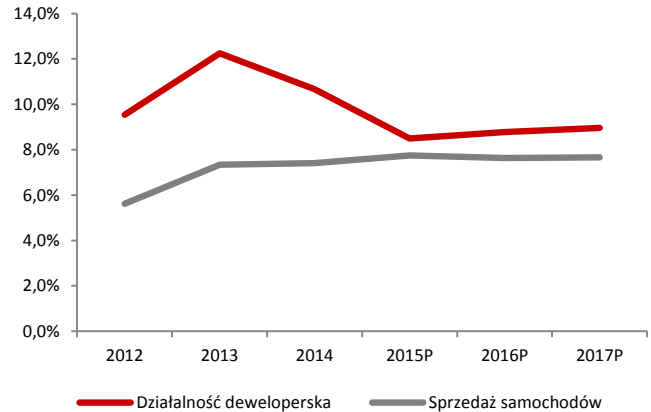
Jednocześnie zwracamy uwagę na rosnący udział segmentu motoryzacyjnego w strukturze przychodów grupy Marvipol (67% w 2016r. w porównaniu do 44% w 2014r.). Dzięki premierom Discovery Sport oraz Jaguara XE oczekujemy wzrostu sprzedaży samochodów JLR do 1,332 w 2015r. (obniżenie prognozy o 6%) oraz 1,732 w 2016r. (prognoza bez zmian).



Pomimo oczekiwanego obniżenia średniej wartości sprzedanego samochodu o 5% w 2015r. oraz 10% w 2016r. prognozujemy wzrost przychodów segmentu motoryzacyjnego o 14% r/r do PLN 379m w 2015r. (podwyższenie prognozy o 6%) oraz o 17% r/r do PLN 443m w 2016r. (obniżenie prognozy o 2%).

Prognozujemy, że Marvipol wygeneruje przychody na poziomie PLN 654.0m w 2015r. (podwyższenie prognozy o 4%) oraz PLN 664.6m w 2016r. (obniżenie prognozy o 4%).

Ze względu na wzrost udziału serwisu posprzedażowego oraz jego wysoką rentowność operacyjną podwyższamy naszą prognozę rentowności segmentu samochodowego. Z kolei mniej korzystna struktura przekazywanych mieszkań, przełoży się naszym zdaniem na pogorszenie rentowności segmentu mieszkaniowego z 10.7% w 2014r. do 8.5% w 2015 oraz 8.8% w 2016r. Na poziomie zysku operacyjnego prognozujemy PLN 55.8m w 2015r. oraz PLN 56.9m w 2016r. (zmiana prognoz o -2% oraz -12%)

**Wykres 11. Marvipol: Prognoza przychodów (PLNm)**

**Wykres 12. Marvipol: Prognoza rentowności operacyjnej (%)**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Jednocześnie zwracamy uwagę na systematyczne obniżanie poziomu zadłużenia przez Marvipol. Na koniec 2014r. zadłużenie netto spółki wynosiło PLN 196.1m (-23% r/r), podczas gdy na koniec 1Q15 spółka obniżyła dług netto o PLN 93.1m do PLN 103.0m. W rezultacie oczekujemy obniżenia kosztów finansowych netto z PLN 17.5m w 2014r., do PLN 12.7m w 2015r. oraz PLN 7.0m w 2016r. (zmiana prognozy, odpowiednio z PLN 16.1m oraz PLN 8.8m).

Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 34.9m w 2015r. (podwyższenie prognozy o 5%, na co wpływ mają przede wszystkim niższe koszty finansowe netto) oraz PLN 40.4m w 2016r. (obniżenie prognozy o 10%, spowodowane niższą prognozą przychodów, jak również obniżeniem oczekiwanych rentowności).

## Załącznik: Założenia i prognozy

**Tabela 19. 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>654.0</b>	<b>676.3</b>	<b>702.1</b>
Działalność deweloperska	94.2	210.5	398.5	252.1	211.1	217.8
Myjnie	9.4	9.7	9.7	8.6	8.9	9.2
Sprzedaż samochodów	243.5	268.2	332.5	379.2	443.2	463.0
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	229.4	195.9	206.1
Wartość sprzedanych towarów i usług	203.1	220.3	273.9	312.4	365.1	381.4
Pozostałe koszty operacyjne	44.1	51.2	55.1	56.5	58.4	55.5
<b>EBITDA</b>	<b>39.8</b>	<b>40.0</b>	<b>79.8</b>	<b>59.3</b>	<b>60.9</b>	<b>63.1</b>
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0
<b>EBIT</b>	<b>36.5</b>	<b>36.5</b>	<b>76.8</b>	<b>55.8</b>	<b>56.9</b>	<b>59.1</b>
Działalność deweloperska	9.0	25.8	42.5	21.4	18.5	19.5
Myjnie	0.8	0.4	2.2	1.2	1.2	1.3
Sprzedaż samochodów	13.7	19.7	27.5	29.4	33.8	35.5
Najem	-0.3	-0.7	4.3	3.8	3.3	2.8
Pozostałe	13.4	-8.6	-0.2	0.0	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	14.1	15.5	17.5	12.7	7.0	3.4
Zysk przed opodatkowaniem	<b>22.4</b>	<b>21.0</b>	<b>59.3</b>	<b>43.1</b>	<b>49.9</b>	<b>55.6</b>
Podatek dochodowy	4.7	7.4	10.8	8.2	9.5	10.6
<b>Zysk netto</b>	<b>17.7</b>	<b>13.6</b>	<b>48.4</b>	<b>34.9</b>	<b>40.4</b>	<b>45.1</b>
<b>Rentowność operacyjna (%)</b>						
Działalność deweloperska	9.5%	12.2%	10.7%	8.5%	8.8%	9.0%
Myjnie	8.2%	3.7%	22.8%	14.0%	14.0%	14.0%
Sprzedaż samochodów	5.6%	7.3%	7.4%	7.7%	7.6%	7.7%
Najem	-4.7%	-12.5%	57.6%	50.0%	50.0%	50.0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

**Tabela 20. 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>163.0</b>	<b>173.7</b>	<b>174.0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	57.0	59.5	56.9	66.9	77.0	77.0
Wartości niematerialne i prawne	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
Nieruchomości inwestycyjne	83.8	76.9	76.1	76.1	76.1	76.1
Inne aktywa trwałe	38.2	19.0	18.7	19.2	19.9	20.1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>681.9</b>	<b>827.0</b>	<b>679.8</b>	<b>602.4</b>	<b>507.7</b>	<b>568.1</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.6	33.7	83.6	90.7	6.3	10.1
Należności	30.1	72.4	67.0	52.7	52.7	54.8
Zapasy	645.9	715.3	522.7	451.9	440.6	494.8
Inne aktywa obrotowe	2.3	5.6	6.5	7.2	8.0	8.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>765.4</b>	<b>681.4</b>	<b>742.1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>217.4</b>	<b>247.8</b>	<b>292.9</b>	<b>327.8</b>	<b>368.2</b>	<b>413.3</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>215.2</b>	<b>111.9</b>	<b>85.2</b>
Dług długoterminowy	271.6	284.2	187.7	177.2	73.9	47.2
Inne zobowiązania długoterminowe	26.2	37.8	38.0	38.0	38.0	38.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>346.8</b>	<b>413.5</b>	<b>313.7</b>	<b>222.5</b>	<b>201.4</b>	<b>243.6</b>
Dług krótkoterminowy	131.1	68.7	92.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania handlowe	89.3	168.8	134.9	120.1	127.3	132.5
Inne zobowiązania krótkoterminowe	126.3	176.0	86.8	101.3	73.0	110.0
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>861.9</b>	<b>983.2</b>	<b>832.3</b>	<b>765.4</b>	<b>681.4</b>	<b>742.1</b>
Dług brutto	402.7	352.9	279.7	178.2	75.0	48.3
Dług netto	399.2	319.2	196.1	87.6	68.7	38.2

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

**Tabela 21. 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>122.0</b>	<b>33.0</b>	<b>34.6</b>
Zysk netto	17.7	13.6	47.9	34.9	40.4	45.1
Amortyzacja	3.3	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-62.3	55.2	80.7	84.8	-9.9	-14.1
zmiana stanu zapasów	-150.3	-43.2	202.0	70.8	11.3	-54.2
zmiana stanu należności	3.3	-30.5	5.4	14.3	0.0	-2.1
zmiana stanu zobowiązań	84.6	128.9	-126.7	-0.3	-21.1	42.2
Inne zmiany niepieniężne	-1.5	7.0	16.9	-1.1	-1.6	-0.5
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.9</b>	<b>15.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-13.6</b>	<b>-14.1</b>	<b>-4.1</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-2.9	-2.1	-4.0	-13.6	-14.1	-4.1
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>-101.5</b>	<b>-103.3</b>	<b>-26.7</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	67.1	-50.1	-76.6	-101.5	-103.3	-26.7
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-32.9	-34.2	-21.8	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	15.1	3.6	33.7	83.6	90.7	6.3
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.5	30.1	50.0	7.0	-84.4	3.8
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>3.6</b>	<b>33.7</b>	<b>83.6</b>	<b>90.7</b>	<b>6.3</b>	<b>10.1</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

**Tabela 22. Marvipol: Założenia dotyczące segmentu motoryzacyjnego**

	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż (Jaguar)	168	189	217	283	311
wzrost r/r (%)	-1%	13%	15%	30%	10%
Sprzedaż (Land Rover)	780	929	1,115	1,449	1,594
wzrost r/r (%)	0%	19%	20%	30%	10%
<b>Razem (liczba sztuk)</b>	<b>968</b>	<b>1,118</b>	<b>1,332</b>	<b>1,732</b>	<b>1,905</b>
wzrost r/r (%)		15%	19%	30%	10%
<b>Przychody (PLNm), w tym</b>	<b>268</b>	<b>332.591</b>	<b>376</b>	<b>440</b>	<b>460</b>
Przychody ze sprzedaży samochodów		293	331	388	405
Przychody z tytułu usług,		40	45	53	55
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów		14%	14%	14%	14%
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 DI Investors

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), 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.).

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

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS 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 DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEŃ I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.**

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors 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.

DI Investors 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 DI Investors. 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 jakakolwiek 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 DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors 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 DI Investors, DI Investors 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 DI Investors) 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 jakikolwiek 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 znajdują 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 DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors 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 OBYWATEŁOM 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.**

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

DI INVESTORS 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. DI Investors 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.

DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM/EMITENTAMI W ZAKRESIE WSKAZANYM PONIŻEJ.

W trakcie procesu oferowania instrumentów finansowych – obligacji serii O i P, DI Investors sporządził raport kredytowy dotyczący działalności prowadzonej przez Emitenta, który był przygotowany przy lub we współpracy z Emitentem. DI Investors nie wyklucza, że informacje pozyskane wtedy, zostały wykorzystane przy przygotowaniu niniejszego dokumentu.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów w zakresie opisanym poniżej, w szczególności DI Investors pełnił funkcję oferującego obligacje serii O i P wyemitowanych przez spółkę Marvipol S.A. oraz prowadzi ewidencję tychże instrumentów finansowych.

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

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

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

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

DI Investors nie posiada bezpośrednio akcji Emitenta/emitentów instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

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

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

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji/raportu analitycznego, DI Investors 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.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem/emitentami, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez emitenta/emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez emitenta/emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors 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, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors 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 DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI INVESTORS, CZŁONKOWIE JEGO ORGANÓW ANI PRACOWNICY NIE PRZYJMĄJĄ JAKIKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚCI (WYNIKAJĄCEJ Z ZANIEDBANIA LUB NA INNEJ ZASADZIE) ZA JAKIEKOLWIEK SZKODY WYNIKAJĄCE Z WYKORZYSTANIA NINIEJSZEGO DOKUMENTU LUB JEGO TREŚCI.

DI Investors 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.

DI Investors 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.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 3 rekomendację kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 6 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 55%. Ponadto, w okresie ostatnich 3 miesięcy DI Investors wydał w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner 9 raportów analitycznych (rekomendacji) bez wskazywania wprost określonego kierunku inwestycyjnego. Powyższe zostało ujęte w zestawieniu dotyczącym świadczonych przez DI Investors usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, wobec których instrumentów finansowych wydane zostały rekomendacje.

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed wydaniem niniejszego dokumentu, DI Investors opublikował w dniu 16 grudnia 2014 roku inicjacyjny raport analityczny dla spółki Marvipol S.A., gdzie cena docelowa wyniosła 10,5PLN, a cena bieżąca wyniosła 7,10PLN. Ponadto w dniu 11 lipca 2014 r. DI Investors opublikował dla spółki Marvipol S.A. raport kredytowy dotyczący działalności gospodarczej wykonywanej przez emitenta.

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 DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny 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 DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, 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 DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. 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 DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej 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 DI Investors 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 DI Investors 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 (SOTP)
- 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, aktywa pozaoperacyjne, 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 wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można 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 księgowa

BV – wartość księgowa

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

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