

piątek, 2 czerwca 2017 | komentarz specjalny

Marvipol: 1 + 1 = 2,5

cena bieżąca: 12,80 PLN

MVP PW | Deweloperzy, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Silny wzrost popytu na samochody klasy „premium” oraz sukces nowych modeli Jaguara i Land Rovera były przyczyną skokowego wzrostu zysku segmentu motoryzacyjnego Marvipolu w 2016 r. Biorąc pod uwagę bardzo dobre dane sprzedażowe za 1Q, w 2017 r. możemy liczyć na ich dalszą poprawę. W segmencie mieszkaniowym również spektakularny wzrost wyników szacujemy na lata 2019/2020, jednak już w 2Q'17 powinniśmy zaobserwować wyraźny wzrost oferty oraz sprzedaży mieszkań dewelopera.

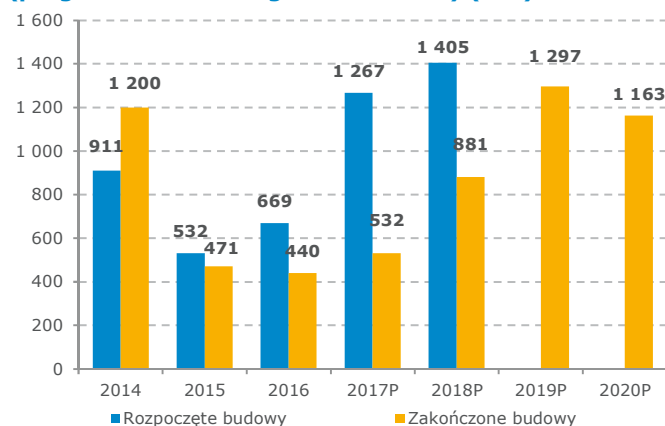
W oparciu o wycenę porównawczą wartość segmentu deweloperskiego Marvipolu szacujemy na 6,2 PLN na akcję. Jego wartość w kolejnych latach powinna wzrosnąć, zakładając że Zarząd sprawnie uruchomi projekty, znajdujące się w banku ziemi i trwale zwiększy ROE segmentu. W minionych latach działalność mieszkaniowa była zakładnikiem wysokiego zadłużenia i skromnego banku ziemi, co obecnie już nie stanowi problemu. Przy dzisiejszym kursie (i szacowanej wycenie porównawczej działalności deweloperskiej), rynek wycenia segment motoryzacyjny Marvipolu na 6,6 PLN na akcję. Powyższa wycena implikuje EV/EBITDA=3,9x oraz P/E=5,6x, co oznacza około 50% dyskonta do zagranicznych spółek o podobnym profilu działalności.

Z powyższych względów uważamy, że Marvipol jest ciekawą propozycją inwestycyjną. Planowane na drugą połowę 2017 r. trwałe rozdzielenie działalności deweloperskiej i motoryzacyjnej powinno ułatwić ocenę faktycznej wartości Marvipolu przez rynek.

Wyniki 1Q'17

W segmencie motoryzacyjnym początek roku przyniósł dalszy imponujący wzrost sprzedaży (1Q'17: 611 szt., +35% r/r). Dobra koniunktura na auta luksusowe została potwierdzona w danych kwietniowych (226 szt., +29% r/r). W kontekście powyższych danych, nasza prognoza sprzedaży w 2017 r. 2350 samochodów (+13% r/r) wygląda konserwatywnie - po 4 miesiącach jest zrealizowana w 36%. Dynamika ZN za 1Q'17 w wysokości 95% częściowo

Liczba rozpoczętych/zakończonych budów mieszkań (prognoza dla obecnego banku ziemi) (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

Skonsolidowane wyniki Marvipolu w 1Q'17

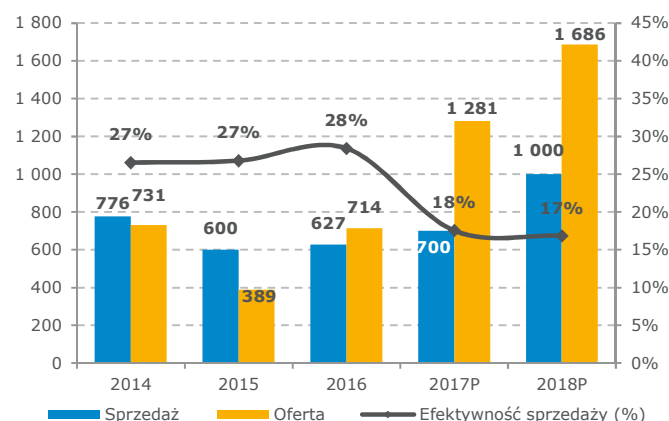
(mln PLN)	1Q'17	1Q'16	zmiana	2017P	wykonanie
Przychody	175,2	161,8	8,3%	865,6	20%
EBIT	14,5	12,4	17,1%	98,0	15%
marża	8,3%	7,6%	-	11,3%	-
Zysk brutto	8,7	9,6	-9,1%	85,3	10%
Zysk netto	17,1	8,5	102,2%	80,1	21%
Segment motoryzacyjny					
Przychody	161,2	124,3	29,7%	704,9	23%
EBIT	17,1	7,6	125,1%	61,3	28%
Zysk netto	13,0	6,7	95,2%	47,8	27%
Segment deweloperski					
Przychody	14,0	37,5	-62,7%	178,9	8%
EBIT	-2,7	4,7	-	36,7	-7%
Zysk netto	3,9	2,3	70,1%	32,2	12%

Źródło: Marvipol, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

wynika z dźwigni operacyjnej, a częściowo z dodatkowych bonusów wypłaconych przez producenta, które prawdopodobnie nie powtórzą się w kolejnych kwartałach roku. Nie zmienia to faktu, że nasza prognoza ZN'17 segmentu MOTO jest zrealizowana po 1Q'17 w 26%, co stanowi wysoką zaliczkę przed sezonowo mocniejszymi kwartałami roku.

W segmencie deweloperskim pierwsze miesiące roku nie są aż tak udane. W 1Q'17 liczba sprzedanych mieszkań wyniosła 180 szt. (+7% r/r). Kwiecień wyglądał wyraźnie słabiej (54 lokale, -8% r/r), co ma związek z kurczącą się ofertą. Zostanie ona uzupełniona w kolejnych miesiącach roku, stąd nie obawiamy się o naszą prognozę sprzedaży 700 mieszkań w całym 2017 r. - po 4 miesiącach zrealizowana w 33%. Oczyszczone wyniki finansowe w 1Q'17 były słabe, gdyż Spółka rozliczyła w nich zaledwie 27 mieszkań vs. prognozowane przez nas 500 szt. w całym 2017 r. Po uwzględnieniu pozytywnego zdarzenia jednorazowego (rozwiązanie rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego na 11 mln PLN), ZN segmentu wyniósł 4 mln PLN, co stanowi 12% naszej całorocznej prognozy.

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

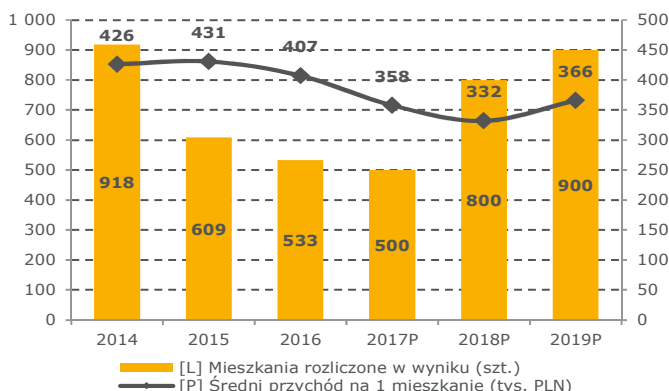
Segment deweloperski

Minione dwa lata w segmencie deweloperskim w Marvipolu nie należały do spektakularnych. Ograniczona oferta sprawiła, że **wolumen sprzedaży** mieszkań spadł z rekordowego poziomu 776 szt. w 2014 r. do ok. **600 lokali** w latach **2015-2016**. Ostatnie kwartały były okresem intensywnych poszukiwań nowych gruntów, co zaowocuje silnym wzrostem oferty już w 2017 r. i jej dalszym wzrostem w 2018 r. Dokonana w 2016 r. sprzedaż biurowca przy ul. Prostej oraz wyprzedaż mieszkań w starych projektach pozwoliły **mocno zredukować zadłużenie** (dług netto/kapitał własny=23%). Podsumowując, segment deweloperski Marvipolu stoi u progu kolejnej fali wzrostowej. Wewnętrznie Spółka jest przygotowana, by zwiększać sprzedaż mieszkań w latach 2017-2019. Czynniki zewnętrzne również sprzyjają Spółce; patrz: **Deweloperzy mieszkaniowi, 12 maja 2017**; <http://bit.ly/2rIFz0G>

Jeszcze w 2015 r. jedynym projektem w **banku ziemi Marvipolu** był Central Park Ursynów (CPU) o potencjale ok. 2,5 tys. lokali. Łącznie w latach 2014-2015 Spółka rozpoczęła budowę ponad 1,4 tys. lokali w powyższej inwestycji. Zakupy gruntów z przełomu 2015/2016 pozwoliły uzupełnić ofertę o kolejne dwie inwestycje w 2H'16 (Riviera Park I oraz Bemowo Residence). Tym samym, Marvipol **zakończył 2016 r. z ofertą na około 700 mieszkań** w trzech warszawskich inwestycjach. Ponadto, Spółka zabezpieczyła **bank ziemi na kolejne 2,75 tys. mieszkań**. Znajdują się w nim 2 znane nam wieloetapowe projekty (CPU i Riviera, każdy na ponad 700 mieszkań) oraz 7 jednoetapowych inwestycji w różnych segmentach rynku (każdy średnio na 180 lokali). Duża dywersyfikacja banku ziemi sprawia, że **wszystkie inwestycje powinny rozpocząć się w latach 2017-2018 (ok. 1,3-1,4 tys. lokali rocznie)**. Powyższy cel wydaje się bardzo ambitny, biorąc pod uwagę dotychczasową skalę działalności Marvipolu, jest jednak realny, biorąc pod uwagę zaawansowanie Spółki w kwestiach administracyjnych. Projekty na ok. 2,0 tys. lokali posiadają pozwolenia na budowę, a w przypadku kolejnych 100 lokali procedowany jest wniosek o PnB. Największe ryzyko dla założonego przez nas harmonogramu jest związane z trzema jednoetapowymi projektami na Woli, Bielanych i Pradze, które są na etapie umów przedwstępnych zakupu gruntu - w ich przypadku zakładamy start budowy w 2H'18. Spółka jest w trakcie **negocjacji kolejnych trzech działek w Warszawie, które mogłyby uzupełnić bank ziemi w 2017 r. i wejść do oferty dewelopera w 2018 r.** Nie zakładamy ich w prognozach sprzedaży i oferty.

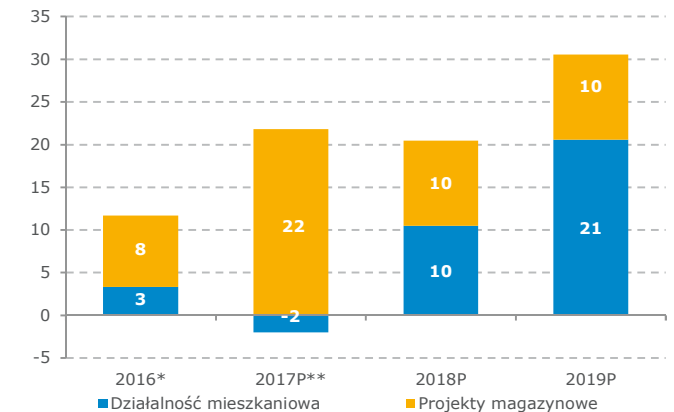
Opisane powyżej przyspieszenie w inwestycjach wpłynęłoby na **wzrost oferty** z ok. 700 lokali na koniec 2016 r. do

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

Prognozy zysku netto z działalności deweloperskiej w podziale na segmenty



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol, *ZN'16 skorygowany o zysk ze sprzedaży Prosta Tower, **ZN'17 korygowany o rozwiązana rezerwę na podatek odroczone w kwocie 11 mln PLN

1,3 tys. na koniec 2017 r. oraz 1,7 tys. na koniec 2018 r. Konserwatywnie zakładamy znaczący spadek efektywności sprzedaży z około 27-28% w latach 2014-2016 do około 17-18% w latach 2017-2018, co przekłada się na **sprzedaż** w wysokości **700 szt. w 2017 r. i 1000 szt. w 2018 r.** Zarówno w 2017, jak i w 2018 r. większość mieszkań powinno wejść do oferty w drugiej połowie roku, co stanowi barierę przed wyższymi wolumenami sprzedaży w powyższych latach.

Typowe dla rachunkowości deweloperów przesunięcie wyników finansowych względem bieżącej sprzedaży mieszkań oznacza, że dopiero w **2018 r. zaobserwujemy wyraźny wzrost zysku ze sprzedaży mieszkań**. Dalsza poprawa powinna nastąpić w 2019 r. oraz 2020 r., zakładając że rynek nie doświadczy dużego spowolnienia. Nasze prognozy zakładają rozliczenie w wynikach **500 mieszkań w 2017 r., 800 w 2018 r. oraz 900 w 2019 r.** Możliwe jest częściowe wejście w wyniki 2019 r. dwóch ostatnich etapów CPU na ponad 300 mieszkań oraz projektu przy ul. Grzybowskiej na ok. 550 mieszkań. Wartość rynkową mieszkań z powyższych inwestycji szacujemy na ponad 400 mln PLN. Zakładamy jednak, że ich rozliczenie rozpocznie się dopiero na początku 2020 r. W powyższym scenariuszu **Marvipol mógłby rozliczyć w 2020 r. nawet 1300-1500 lokali w oparciu o bieżący bank ziemi, co oznaczałoby podwojenie ZN względem 2019 r.**

Projekty magazynowe, realizowane w JV wspólnie z Panattoni stanowią coraz istotniejsze źródło zysku Marvipolu. Szacujemy, że w 2017 r. wygenerują one cały zysk segmentu

Prognozy wyników segmentu deweloperskiego na lata 2017-2019

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż mieszkań	217,0	178,9	265,5	329,4
Koszt mieszkań	-182,9	-143,5	-214,8	-264,2
Zysk brutto ze sprzedaży	34,2	35,4	50,7	65,1
marża	15,7%	19,8%	19,1%	19,8%
Koszty SG&A	-22,2	-24,0	-24,7	-26,0
Zysk z projektów JV	8,4	26,9	10,0	10,0
Pozostałe koszty netto	3,6	-3,4	-2,5	-3,3
EBIT segmentu	24,0	34,9	33,4	45,9
Działalność finansowa	-10,2	-10,5	-10,5	-10,5
Zysk brutto	13,8	24,5	23,0	35,4
Podatek	2,9	6,4	-2,5	-4,8
Zysk netto	16,7	30,8	20,5	30,6

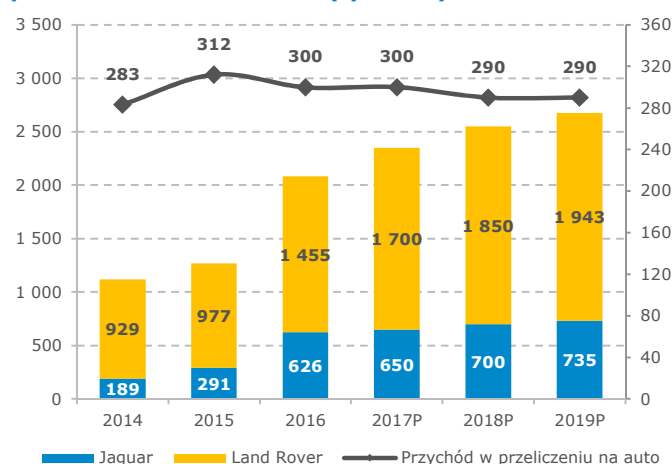
Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

deweloperskiego. Obecnie Spółka realizuje **cztery inwestycje magazynowe o łącznej powierzchni użytkowej ok. 190 tys. m²**. Na koniec 2016 r. Marvipol zaangażował w powyższe projekty około **80 mln PLN w postaci pożyczek do spółek celowych**. Środki te stanowią wkład własny do projektu. Reszta pochodzi od partnera biznesowego oraz z kredytów inwestycyjnych. W uproszczeniu model biznesowy zakłada następujące fazy inwestycji (1) zakup gruntów, (2) budowa, (3) komercjalizacja, (4) sprzedaż. Posiadane obecnie przez Spółkę projekty znajdują się na różnym etapie realizacji. Najstarszy z nich (Konotopa) powinien być sprzedany w połowie br., natomiast najmłodszy (Skawina), jest dopiero w fazie zakupu gruntu.

Z dzisiejszej perspektywy **działalność magazynowa wydaje się dużym sukcesem Marvipolu**. Realizacja pierwszego projektu rozpoczęła się niespełna 2 lata temu, a już w bieżącym roku segment będzie miał kluczowe znaczenie dla wyników działalności deweloperskiej. Zaangażowanie kapitału własnego w tego typu projekty jest relatywnie niskie, a tempo zwrotu szybkie ze względu na krótki czas budowy. Uważamy, że Spółka jest w stanie osiągać **ROE z działalności magazynowej na poziomie 15-20%**, znacznie powyżej bieżącej rentowności z mieszkaniówki. Szacowany przez nas na **2017 r.** zysk z działalności magazynowej (**22 mln PLN**) opiera się na wszystkich czterech posiadanych przez Spółkę projektach. W kolejnych latach nie zakładamy, aż tak wysokiego zysku. By go utrzymać, Spółka musiałaby co roku pozyskiwać 3 nowe projekty o skali ok. 50 tys. m² każdy (zakładając podobną rentowność, jak obecnie). Taka skala oznaczałaby ok. **10% udział w polskim rynku nowej powierzchni magazynowej** (w 2016 r. oddano do użytku 1,2 mln m² magazynów, w 2017 r. wartość ta powinna wzrosnąć). Atutem Marvipolu jest mocna pozycja jej partnera biznesowego. W 2016 r. Panattoni był liderem nowej powierzchni magazynowej w Polsce - 775 tys. m². Współpracę z jednym partnerem można jednak rozpatrywać również w kategorii ryzyka. Na lata **2018-2019** zakładamy zysk netto na poziomie **10 mln PLN rocznie** z projektów magazynowych realizowanych w formule JV.

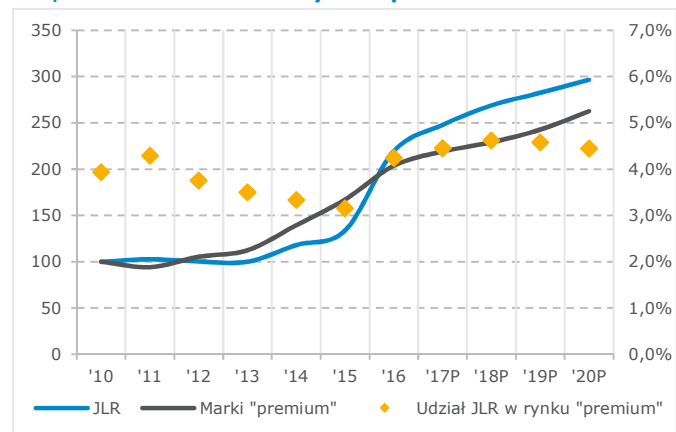
Podsumowując, w **2017 r.** prognozujemy wzrost zysku netto z działalności deweloperskiej o **+84%** do **31 mln PLN**, głównie w związku z (1) rozliczeniem zysku w projektach magazynowych oraz (2) one-offem podatkowym. W **2018 r.** zakładamy, że wzrost wyników segmentu mieszkaniowego nie zrekomensuje w pełni ubytku zysku w magazynach

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



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

Indeks sprzedaży aut segmentu "premium" oraz aut JLR, udział marki JLR w rynku „premium”



Źródło: szacunki domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych KPMG oraz Marvipolu

(ZN'18=20 mln PLN, -33% r/r). W ciągu kwartału powinniśmy poznać pełną listę projektów mieszkaniowych, których rozliczenie będzie miało miejsce w 2018 r., nie widzimy jednak miejsca na znaczące podniesienie prognoz przekazanych mieszkań w 2018 r. Realniejsze szanse na podniesienie prognoz ZN'18 są związane ze wzrostem cen mieszkań i marż oraz pozyskaniem większej liczby projektów magazynowych (do realizacji naszej prognozy wystarcza jedna dodatkowa inwestycja magazynowa na ok. 30 tys. m²). Prognozy na **2019 r. (ZN'19=31 mln PLN, +49% r/r)** oceniamy jako konserwatywne. Uważamy, że przeciągające się procedury administracyjne w trakcie przygotowywania projektów mieszkaniowych w Warszawie, uzasadniają ostrożne podejście.

Segment motoryzacyjny

Grupa Marvipol jest **Generalnym Importerem** marek **Jaguar i Land Rover (JLR)**. Prowadzi również **działalność dilerską oraz serwisową** powyższych marek w 3 własnych lokalizacjach (Warszawa, Łódź, Trójmiasto) oraz 7 punktach należących do partnerów. W 2016 r. udział dilerów własnych Marvipolu w sprzedaży w Polsce wyniósł 45% (wzrost z 35% w 2015). W 2016 r. Spółka zapoczątkowała **sprzedaż eksportową**, która stanowi obecnie kilkanaście procent ogółu przychodów.

Po okresie względnej stabilizacji sprzedaży marek JLR w Polsce w latach 2010-2013 na poziomie ok. 950 szt. rocznie,

Prognozy wyników segmentu motoryzacyjnego na lata 2017-2019

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż aut i części	624,0	705,0	739,5	776,5
Koszt aut i części	-536,0	-609,8	-643,4	-679,4
Zysk na autach i częściach	88,1	95,2	96,1	97,1
marża	14,1%	13,5%	13,0%	12,5%
Usługi serwis. i gwaranc.	15,6	18,6	22,2	25,3
Wartość usług	-12,2	-14,9	-17,8	-20,3
Zysk na usługach	3,4	3,7	4,4	5,1
marża	21,8%	20,0%	20,0%	20,0%
Pozostałe przychody	8,0	6,0	6,6	6,9
Koszty SG&A	-39,4	-41,0	-43,1	-48,5
EBIT	60,1	63,9	64,1	60,6
Działalność finansowa	-1,7	-2,3	-2,3	-2,3
Zysk brutto	58,4	61,6	61,8	58,3
Podatek	-11,7	-11,7	-11,7	-11,1
Zysk netto	46,7	49,9	50,1	47,2

Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Marvipol

w latach 2014-2015 sprzedaż samochodów rosła w tempie około 15% rocznie. Było to zgodne z trendami obserwowanymi w całym segmencie „premium” w Polsce, który rósł w latach 2014-2016 w tempie ponad 20% rocznie. Do 2015 r. marki JLR systematycznie traciły udział w rynku „premium”, który orientacyjne spadł z ponad 4% do ok. 3%. **Przełom nastąpił w 2016 r., w którym sprzedaż marek JLR wzrosła o 64% r/r, a udział rynkowy ponownie przekroczył 4%.** Jedną z przyczyn powyższego sukcesu było uzupełnienie oferty w 2015 r. o modele adresowane do szerszego grona klientów (Jaguar XE, Land Rover Discovery Sport). W 2016 r. do oferty Jaguara wszedł pierwszy w historii marki SUV (Jaguar F-Pace), który stał się najlepiej sprzedającym modelem marki. Sukces marek JLR w 2016 r. można ponadto uzasadnić ogólnym wzrostem popytu na auta marek luksusowych. JLR ze swoimi modelami plasują się w wyższym segmencie marek „premium”. W 2016 r. sprzedaż najbardziej luksusowych marek wzrosła na polskim rynku 2x mocniej niż sprzedaż aut „premium”. Według prognoz KPMG **średnioroczne tempo wzrostu marek „premium” wyniesie w okresie 2016-2020 6,5%, a marek luksusowych 9,5%.**

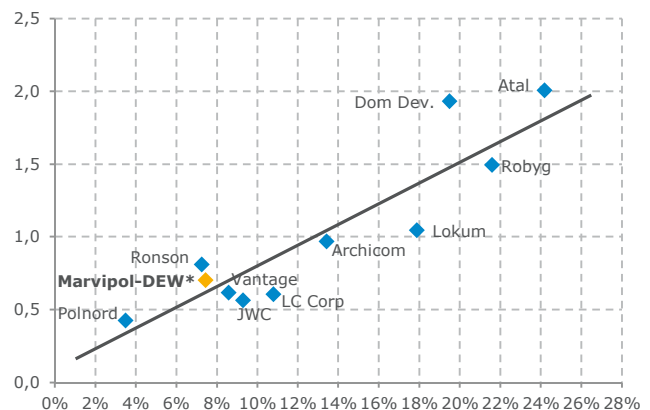
Strategia rozwoju segmentu motoryzacyjnego Marvipolu na lata **2017-2020** zakłada osiągnięcie w tym okresie **dwucyfrowego średniorocznego wzrostu sprzedaży samochodów JLR.** W osiągnięciu powyższego celu mają pomóc działania producenta, który w okresie 2015-2020 zamierza podwoić sprzedaż, osiągając wolumen 1 mln samochodów rocznie. W 2017 r. planowane są 3 premiery: kolejna generacja Land Rover Discovery, nowy w gamie produktów Range Rover Velar oraz wersja kombi Jaguara XF.

Plany Marvipolu zakładają **rozbudowę i modernizację sieci dilerkiej.** W 2018 r. w Warszawie ma zostać otwarty nowy salon sprzedaży i serwis (Puławska) oraz „showroom” i klub motoryzacyjny (Wawelska). Ponadto przebudowany zostanie salon przy ul. Waszyngtona. W Łodzi w 2018 r. na miejsce starego obiektu powstanie nowy salon i serwis. Nowy obiekt powstanie również w Gdańsku. Do 2020 r. Marvipol zamierza zagospodarować kolejne regiony, w których nie posiada obecnie salonów sprzedaży (Rzeszów, Lublin, Kielce, Olsztyn). Łączny **CAPEX** na rozbudowę sieci dilerkiej szacujemy na **80 mln PLN** w latach **2017-2018.**

W Grupie Marvipol status **Generalnego Importera JLR** ma spółka British Automotive Polska. Status ten reguluje umowa zawarta 1 czerwca 2016 r. z koncernem Jaguar Land Rover. **Umowa została zawarta na czas nieokreślony, z dwuletnim okresem wypowiedzenia.** Obecnie nie mamy powodów by w przewidywalnej przyszłości zakładać wypowiedzenie umowy przez którąś ze stron. Uzależnienie Marvipolu od jednego producenta jest jednak czynnikiem ryzyka w przypadku zmiany jego polityki wobec Generalnych Importerów marki. Z drugiej strony, realizowane przez Marvipol inwestycje w sieć dilerką, w coraz większym stopniu uzależniają producenta od Grupy Marvipol.

Nasze **prognozy finansowe dla segmentu motoryzacyjnego** zakładają **wzrost sprzedaży samochodów o 13% w 2017 r.** oraz ich dalszy wzrost w tempie ok. **6% w latach 2018-2020.** Prognozę na 2017 r. oceniamy jako lekko konserwatywną w obliczu wzrostu o ponad 30% po pierwszych 4 miesiącach roku (baza kolejnych miesięcy będzie bardziej wymagająca). Ponadto zakładamy stopniowy spadek marży na sprzedaży samochodów i części w tempie ok. 0,5 p.p. rocznie. Zakładamy, że rozbudowa infrastruktury dilerkiej może w

P/B vs. ROE deweloperów mieszkaniowych - średnia za lata 2017-2019



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *P/BV segmentu deweloperskiego Marvipolu oszacowane w oparciu o wycenę porównawczą segmentu.

pierwszym roku funkcjonowania nowych salonów lekko negatywnie wpłynąć na wyniki Spółki. Podsumowując zakładamy, że (1) wzrost przychodów, (2) spadek marż, (3) wyższy CAPEX i wzrost kosztów stałych, będą w sumie miały w najbliższych latach względnie neutralny wpływ na wyniki segmentu motoryzacyjnego, a **ZN'17-19 segmentu będzie kształtował się na poziomie około 50 mln PLN.** Działalność motoryzacyjna Marvipolu ma bardzo dużą zdolność do generowania gotówki, stąd liczymy na rosnące wysokie dywidendy, pomimo planowanych nakładów inwestycyjnych. Na koniec marca 2016 r. segment posiadał niemal **60 mln PLN gotówki netto**, przy prognozowanym **EBITDA** na poziomie około **65 mln PLN rocznie.**

Wycena segmentów

W oparciu o wycenę porównawczą, wartość rynkową **segmentu deweloperskiego** w Marvipolu szacujemy **6,2 PLN** na akcję. Powyższa wycena implikuje dyskonto do bieżącego NAV w wysokości 25%. Powyższe dyskonto jest uzasadnione oczekiwaną niską rentownością kapitałów własnych Marvipolu w okresie 3 najbliższych lat (średnie **ROE'17-19=7,4%**). Rentowność Marvipolu powinna zdecydowanie wzrosnąć w 2020 r., zakładając że Spółka sprawnie wprowadzi do oferty projekty na gruntach

Wycena porównawcza segmentu deweloperskiego

	2017P	2018P	2019P
P/E sektora	9,0	6,9	6,3
P/BV sektora	0,90	0,87	0,79
Wycena porównawcza (mln PLN)	258		
Wycena na akcję (PLN)	6,2		

Źródło: Dom Maklerski mBanku

znajdujących się w banku ziemi.

Biorąc pod uwagę bieżący kurs rynkowy Marvipolu (12,8 PLN) oraz naszą wycenę porównawczą segmentu deweloperskiego (6,2 PLN), rynek wycenia **segment motoryzacyjny** Marvipolu na **6,6 PLN** na akcję, co przekłada się na **P/E=5,5x** oraz **EV/EBITDA=3,9x**, przy średnim **DYield=8,8%** za lata 2017-2019. Spółki z innych krajów o podobnym profilu działalności do segmentu deweloperskiego Marvipolu są **notowane na wskaźnikach 2x wyższych** (średnie P/E=9,7x, EV/EBITDA=9,7x). Uważamy, że specyfika umowy importerskiej z producentem tylko częściowo może tłumaczyć tak dużą różnicę.

Prognozy wyników Grupy Marvipol na lata 2017-2019

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	506,0	750,2	697,6	892,4	883,9	1 005,0	1 105,8
EBIT	36,5	74,1	46,4	98,2	98,8	97,6	106,5
marża EBIT	7,2%	9,9%	6,6%	11,0%	11,2%	9,7%	9,6%
Zysk brutto	21,0	56,6	32,0	80,0	86,1	84,8	93,7
Zysk netto	13,6	46,2	27,7	69,0	80,7	70,6	77,8
Dług netto	319,2	196,1	98,7	-46,8	22,9	20,6	70,8
EV	851,1	727,9	630,5	485,0	554,8	552,5	602,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,11	0,41	0,60	0,87
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	3,2%	4,7%	6,8%
P/E	39,0	11,5	19,2	7,7	6,6	7,5	6,8
EV/EBITDA	21,3	9,4	12,8	4,8	5,5	5,5	5,5
P/BV	2,15	1,82	1,63	1,36	1,17	1,06	0,98

Kurs akcji (PLN)	12,80
Liczba akcji (mln szt.)	41,6
Kapitalizacja (mln PLN)	531,9

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Marvipol

Segment deweloperski - grupa porównawcza

	Kapitalizacja (mln PLN)	Kurs (PLN)	P/BV			P/E			DYield		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Archicom	382	16,43	0,98	0,91	0,83	9,3	7,1	5,9	6,3%	6,4%	7,1%
Atal	1 549	40,00	1,93	1,84	1,74	8,6	8,5	7,8	4,2%	9,4%	9,6%
Dom Development	1 886	76,10	1,92	1,86	1,91	10,5	9,1	10,4	6,6%	9,5%	11,0%
JWC	403	4,54	0,56	0,51	0,47	6,6	5,5	6,3	-	-	-
LC Corp	909	2,03	0,61	0,55	0,52	7,0	4,1	5,0	3,4%	7,9%	8,4%
Lokum	282	15,65	1,05	0,93	0,81	7,0	5,8	4,9	5,0%	4,7%	5,7%
Polnord	309	9,47	0,42	0,41	0,40	14,2	13,2	9,9	-	-	-
Robyg	895	3,40	1,53	1,36	1,24	9,9	6,1	5,8	7,9%	7,9%	10,6%
Ronson	282	1,72	0,82	0,82	0,76	18,4	18,0	6,4	11,0%	5,8%	6,4%
Vantage	229	3,66	0,62	0,58	0,55	8,7	6,6	6,5	3,6%	4,3%	6,1%
Mediana			0,90	0,87	0,79	9,0	6,9	6,3	5,6%	7,2%	7,7%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Segment motoryzacyjny - grupa porównawcza

	Kapitalizacja (mln PLN)	Kurs (PLN)	Kraj	EV/EBITDA			P/E			DYield		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
AutoNation	15 390	40,53	USA	10,4	9,4	9,1	11,0	10,7	10,1	-	-	-
Penske Automotive Group	14 091	43,62	USA	10,1	9,3	8,6	12,6	12,4	10,5	2,8%	3,0%	2,6%
Asbury Automotive Group	4 532	57,40	USA	8,8	8,3	8,2	9,2	9,1	8,5	-	-	-
Lithia Motors	8 662	92,26	USA	11,1	10,2	9,7	10,4	10,0	9,5	1,1%	0,6%	-
Sonic Automotive	3 189	18,90	USA	9,4	8,5	7,9	10,9	10,5	9,5	1,0%	1,1%	1,0%
AutoCanada	1 397	18,36	Kanada	11,9	9,6	6,9	15,2	13,0	10,2	2,2%	2,2%	2,2%
Inchcape	16 579	8,23	UK	12,8	12,0	11,6	7,9	7,7	7,4	3,2%	3,5%	3,7%
D'Ieteren	10 416	44,95	Belgia	11,1	10,4	10,0	7,0	6,7	6,8	2,2%	2,3%	2,5%
Dogus Otomotiv	2 117	9,08	Turcja	9,0	6,9	5,4	8,2	6,9	5,8	6,7%	8,3%	10,7%
Bermaz Auto Berhad	2 015	2,01	Malezja	16,5	12,1	10,5	11,5	8,6	7,7	6,0%	7,4%	8,4%
Mediana				10,7	9,5	8,8	10,7	9,6	9,0	2,5%	2,6%	2,6%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, * waluta lokalna

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klisczcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl