

czwartek, 26 marca 2015 | raport analityczny

Prime Car Management (Grupa Masterlease): kupuj (nowa)

PCM PW; PCMP.WA | Leasing oraz usługi CFM, Polska

Master of leasing

Inicjujemy raport na Prime Car Management (Grupa Masterlease) z rekomendacją kupuj oraz z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 65,00 PLN na akcję. Grupa Masterlease to wiodący krajowy dostawca usług leasingowych. Oprócz tradycyjnego leasingu finansowego Grupa oferuje także usługi leasingu operacyjnego z szeroką gamą usług dodatkowych takich jak: naprawy i obsługa pojazdów, karty paliwowe, wymiana opon czy samochody zastępcze. Od początku swojej ponad 18-letniej działalności Grupa zbudowała flotę 24 173 pojazdów z czego 46% dedykowanych jest do usług Full Service Leasing (z co najmniej trzema usługami dodatkowymi). Grupa jest obecnie jednym z liderów na mocno rozproszonym rynku usług CFM, z udziałem na poziomie 14,8% (wg PZWLP) i zamierza dalej rozwijać się poprzez wzrost organiczny oraz akwizycje. Na wskaźniku 2015P P/E 12,1x oraz 2016P P/E 11,8x Grupa Masterlease notowana jest z odpowiednio 17% oraz 10% dyskontem do grupy porównawczej. Uważamy, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (wskaźnik dividend yield na poziomie 10% w 2015 roku). Ponadto oczekujemy, iż wysoka dywidenda zostanie utrzymana przez Spółkę na maksymalnym poziomie 100% przez kolejne 7 lat.

Atrakcyjna dywidenda

Grupę Masterlease charakteryzuje konserwatywne podejście do bilansu ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 53% oraz długiem do kapitałów własnych na poziomie 1,2x na koniec 2014 roku (wobec kowenant na poziomie 3,5x). Oczekujemy, iż po zakończeniu negocjacji z bankami kredytującymi grupę, Zarząd Grupy podwyższy proponowaną wypłatę dywidendy z 75% do 100% przekładającą się na jeden z najwyższych wskaźników dividend yield w sektorze finansowym na poziomie 10% (2015).

Dalsza poprawa efektywności

Dzięki zdecydowanemu ograniczeniu bazy kosztowej, szczególnie na poziomie serwisowania pojazdów oraz kosztów finansowania, Grupa Masterlease konsekwentnie poprawia swoje wyniki. Po stracie z 2011 roku, ROE Grupy wzrosło z 8,1% w 2012 do 10,3% w 2014 (bez zdarzeń jednorazowych). Oczekujemy, iż dalszy dynamiczny rozwój Grupy, szczególnie w obszarze CFM, pozwoli na wzrost zysku netto na poziomie 4% w przeciągu następnych 5 lat (CAGR) oraz wskaźnika ROE do poziomu 12%.

Efektywność ponad udział rynkowy

Według danych PZWLP, Masterlease jest 2. największym graczem na rynku CFM z udziałem na poziomie 15%. Niemniej jednak, udział ten ulega stopniowemu pogorszeniu (z 19% w 2010) jako, że Grupa przedkłada efektywność ponad udział w rynku. Oczekujemy, iż udział rynkowy Grupy Masterlease ulegnie dalszej erozji aczkolwiek w znacznie wolniejszym stopniu i ustabilizuje się na poziomie 14%.

(mIn PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody z leasingu	170,4	155,3	149,7	150,8	151,0
Prowizje i opłaty	196,1	201,5	210,4	215,8	223,4
Przychody ogółem	557,0	552,1	555,9	567,2	571,9
Koszty ogółem	-497,9	-476,2	-490,6	-500,2	-503,2
Zysk netto	44,0	62,6	51,3	52,7	54,0
Wielkość floty*	22 285	23 032	25 085	25 896	27 127
ROE	9,9%	10,3%	10,4%	10,8%	11,0%
P/E (x)	14,1	9,9	12,1	11,8	11,5
P/BV (x)	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3
DYield	0,7%	4,2%	10,1%	8,3%	8,5%

*będącej własnością Grupy

Cena bieżąca	51,98 PLN
Cena docelowa	65,00 PLN
Kapitalizacja	619 mIn PLN
Free float	248 mIn PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,74 mIn PLN

Struktura akcjonariatu

Fleet Holdings	60,0%
ING OFE	8,0%
Pozostali	32,0%

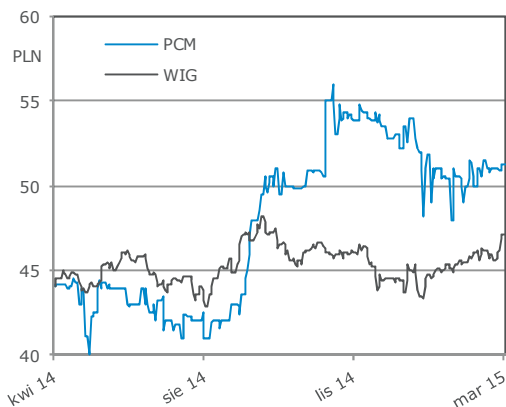
Strategia dotycząca sektora

Rynek Car Fleet Management rozwija się dynamicznie w Polsce. Liczba aut na rynku CFM wzrosła o 10,6% w 2012, 9,9% w 2013 oraz 7,1% w 2014 roku. Pośród usług CFM, polski rynek odnotowuje dynamiczny wzrost usługi Leasing z serwisem (LS) +8,4% oraz FM (+31%) wobec 4,3% wzrostu w FSL. Uważamy, iż wraz z oczekiwanym wzrostem gospodarczym, rynek CFM w przeciągu następnych 10 lat rozwijać się będzie w 5% tempie (CAGR), a przedsiębiorstwa będą się coraz częściej decydowały na leasing operacyjny zamiast tradycyjnego leasingu finansowego.

Profil spółki

Grupa Masterlease to jeden z wiodących dostawców usług Car Fleet Management oraz usług leasingu finansowego w Polsce. Grupa operuje przez 17 oddziałów (w tym centralę w Gdańsku) oraz współpracuje z około 1 000 punktów serwisowych. Z 24 173 samochodów Grupa posiada 23 032 samochodów, a 1 141 znajduje się pod zarządzaniem. Dodatkowo, flota Grupy Masterlease to w 71% samochody w usłudze FSL oraz semi-FSL, a w 29% leasing (według wewnętrznego podziału). 92% samochodów Grupy Masterlease to samochody osobowe.

Kurs akcji PCM na tle WIG



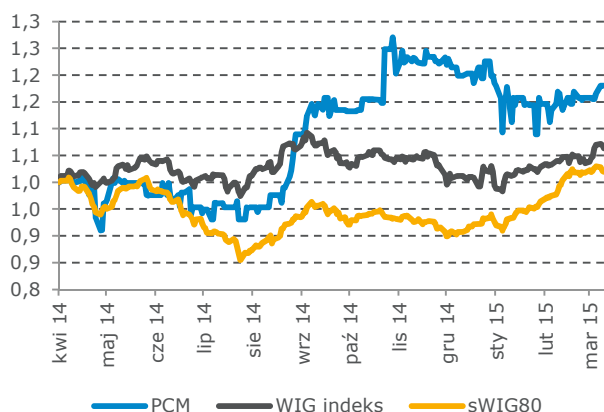
Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne

Inicjujemy raport na Prime Car Management (Grupa Masterlease) z rekomendacją kupuj oraz z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 65,00 PLN / akcję. Od debiutu na GPW kurs akcji PCM wzrósł o 18,0% zachowując się znacznie lepiej od szerokiego indeksu WIG (+6,3%) czy sWIG80 (+2,0%). Po znaczącym wzroście wyników finansowych Grupy przez ostatnie 3 lata oczekujemy spowolnienia ze względu na rosnącą presję na marżę oraz coraz mniejszy potencjał do cięcia kosztów. Wyłączając zdarzenia jednorazowe w 2014 roku, prognozujemy średnioroczny wzrost zysku netto na poziomie 3,5% w przeciągu kolejnych 5 lat, który wspierany będzie głównie przez wzrost floty pojazdów w segmencie CFM. W 2015 roku Grupa oczekuje, iż dostawy nowych samochodów do klientów wzrosną o 10,6% R/R wobec stabilnych dostaw w 2014 roku. Wzrost floty w 2015 roku może być dodatkowo wsparty przez potencjalne przejęcia, które Zarząd szacuje na 500-1000 samochodów. Nasze prognozy znajdują się 4% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2015 oraz 6% poniżej na 2016 rok. Niemniej jednak, relatywnie niski poziom zadłużenia (dług do kapitałów własnych na poziomie 1,2x przy kowenancie na poziomie 3,5x) powinien pozwolić Grupie na jednoczesny wzrost floty oraz wysoką wypłatę dywidendy. Wraz z zakończeniem negocjacji z kredytodawcami Grupy oczekujemy zgodnie z zapowiedziami Zarządu, iż proponowana dywidenda wzrośnie w 2015 roku z 75% do 100% i pozostanie na tym poziomie przez kolejnych 7 lat. Prognozowana przez nas dywidenda powinna się przełożyć na wskaźnik dividend yield w przedziale 8-9% w kolejnych 5 latach. Uważamy, iż pomimo niskiego zadłużenia firmy oraz licznych przewag konkurencyjnych takich jak sieć oddziałów czy doświadczona kadra menadżerska, priorytetem Grupy Masterlease pozostanie zwrot z kapitałów własnych, a nie udział w rynku. Na wskaźniku 2015P P/E 12,1x oraz 2016P P/E 11,8x grupa Masterlease notowana jest z odpowiednio 17% oraz 10% dyskontem do grupy porównawczej (leasing pojazdów + wypożyczalnia sprzętu i pojazdów). Uważamy, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę.

Kurs akcji PCM w porównaniu do WIG oraz sWIG80

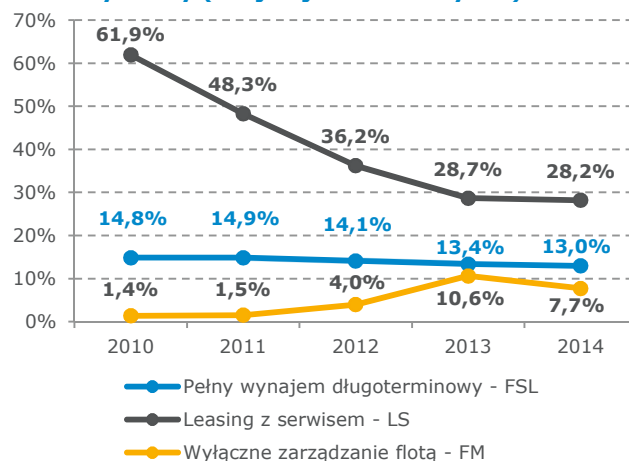


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Lider rynku

Masterlease jest jednym z liderów polskiego rynku CFM z udziałem na poziomie 14,8% (dane PZWLP, które obejmują ~75% rynku). Jednocześnie Grupa jest niekwestionowanym liderem w kategorii leasingu z serwisem (28% udział w rynku) oraz 3. największą firmą w kategorii FSL (udział w rynku na poziomie 13,0%). W przeciągu ostatnich 4 lat Grupa wyraźnie traciła udział w rynku w kategorii leasingu z usługami czy w kategorii FSL. Utrata rynku związana jest z koncentracją Grupy na wynikach finansowych utrzymując jednocześnie bezpieczny margines do pozostałych graczy na rynku. Uważamy, iż polski rynek CFM jest bardzo rozdrobniony (3 największych graczy posiada 42% rynku, a 14 pozostałych 58%), co sprzyjać będzie dalszemu spadkowi udziału w rynku, a także presji na marżę wywoływaną przez małych graczy. Niemniej jednak uważamy, iż ww. trendy dotyczyć będą wszystkich głównych uczestników rynku, przez co Grupa Masterlease pozostanie jednym z liderów na rynku CFM.

Udział rynkowy (obejmuje ok. 75% rynku)

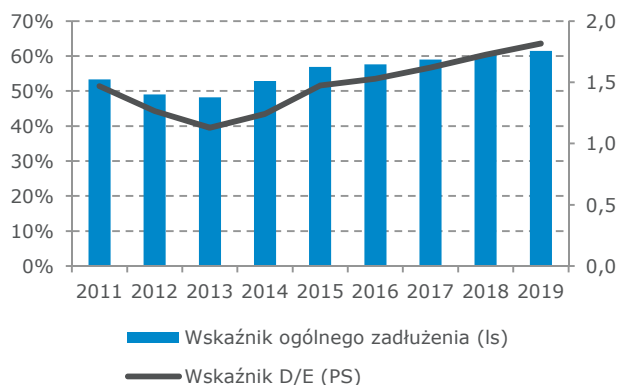


Źródło: PZWLP, Dom Maklerski mBanku

Finansowanie

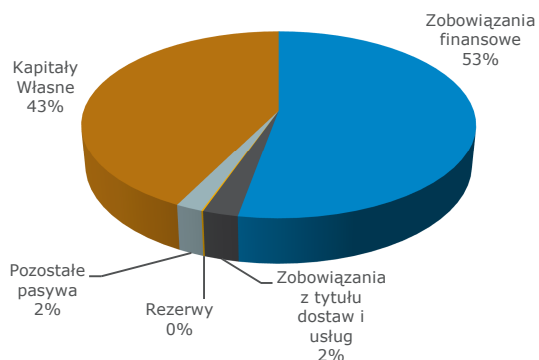
Na koniec 2014 roku wskaźnik ogólnego zadłużenia w Grupie wyniósł 53% wobec 48% w 2013 oraz 49% w 2012. W tym samym okresie wskaźnik długu do kapitałów własnych (D/E) spadł z poziomu 1,3x w 2012 do 1,2x na koniec 2014, znajdując się znacznie poniżej kowenanty na poziomie 3,5x. Uważamy, że obecny poziom tego wskaźnika pozwala na zwiększenie w przyszłości dźwigni finansowej. Oczekujemy, iż do końca 2019 wskaźnik D/E wzrośnie do poziomu 1,8x.

Wskaźniki zadłużenia



Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Struktura zobowiązań i kapitałów własnych

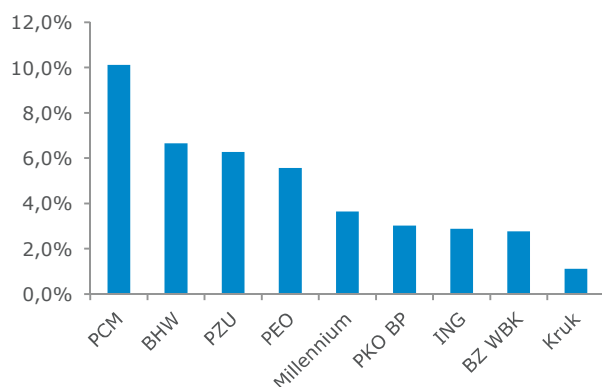


Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

Atrakcyjna dywidenda

Zarząd Grupy zarekomendował Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy wypłatę dywidendy w wysokości 75% z zysku netto za 2014 rok. Uważamy, iż obecna struktura zobowiązań i kapitałów własnych Grupy Masterlease pozwoli wypłacać ww. dywidendę w długim okresie. Grupa z powodzeniem zakończyła rozmowy z głównymi kredytodawcami w celu zwiększenia poziomu wypłaty do 100%. Obecnie wysokość dywidendy ograniczona jest przez kowenanty na poziomie 2,5x (dług do kapitałów własnych), a nie przez współczynnik wypłaty. W naszym modelu założyliśmy nowy poziom wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Przekłada się to na 5,3 PLN na akcję oraz wskaźnik dividend yield na poziomie 10,1%. Pomimo wypłaty całego zysku netto w naszych prognozach, uważamy iż na przestrzeni następnych 5 lat wskaźnik dług/kapitały własne nie przekroczy poziomu 1,8x.

Porównanie wskaźnika dividend yield spółek finansowych (z zysku za 2014 rok)



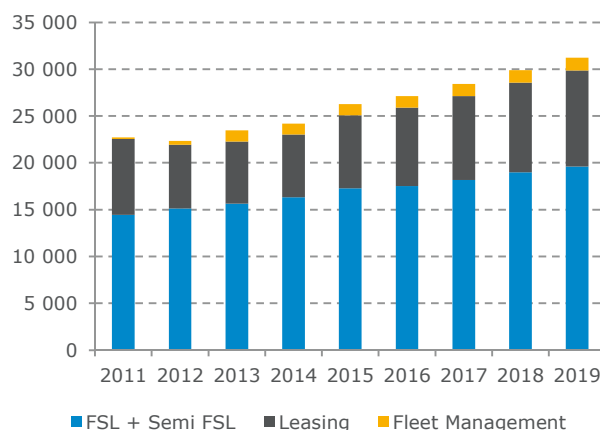
Źródło: Bloomberg, banki, Dom Maklerski mBanku

Flota samochodów

Flota samochodów Grupy Masterlease na koniec 2014 roku znajdowała się na poziomie 24 173 sztuk. Grupa jest właścicielem 23 032 samochodów oraz zarządza flotą 1 141 samochodów. Flota posiadanych samochodów dzieli się według wewnętrznego podziału Grupy na 16 321 samochodów powiązanych z usługami FSL oraz semi-FSL oraz 6 711 samochodów w usłudze leasingu. W 2014 roku Grupa sprzedała 2 964 pojazdów. Oczekujemy, iż park samochodów będzie dalej się rozwijał z 5-letnim CAGR

(2014-19) na poziomie 5,3%. Nasze prognozy nie uwzględniają kolejnych transakcji przejęć na rynku, które są obok wzrostu organicznego celem Zarządu. Zarząd ocenia potencjał akwizycji na około 500-1 000 samochodów w 2015 roku. Jednocześnie, w 2015 roku Zarząd prognozuje dostawy samochodów (organicznie) na poziomie 9 270 (8 385 w 2014 roku). Uważamy, iż cel powinien być w zasięgu Spółki szczególnie, że na początku roku Grupa podpisała umowę na wyłączność z jednym z banków na dostawę samochodów. Umowa ta powinna przełożyć się na około 400 nowych samochodów w roku obecnym. W całym 2015 roku oczekujemy, iż flota wzrośnie o około 2 tys. samochodów, zaś udział samochodów w kategorii FSL (wewnętrzny podział) spadnie z 49% udziału do 45%.

Flota samochodów (w sztukach)*

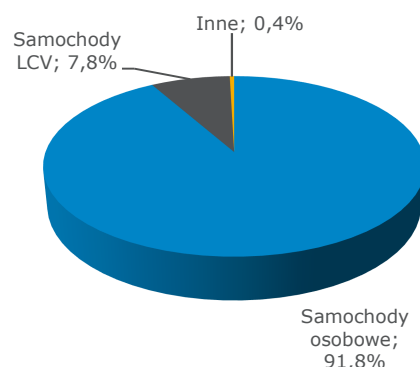


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku;
*wewnętrzny podział

Głównie samochody osobowe

Na koniec 2014 roku znacząca większość wśród samochodów posiadanych przez Grupę Masterlease stanowiły samochody osobowe (21 132 samochody lub 91,8% portfela), a następnie samochody LCV (1 800 lub 7,8%) oraz inne (100 lub 0,4%). Udział samochodów osobowych zanotował nieznaczny wzrost na przestrzeni ostatnich 4 lat z poziomu 88% w 2011 roku do 92% w 2014 roku. Nie oczekujemy, aby ta struktura zmieniła się w żaden istotny sposób w najbliższej przyszłości.

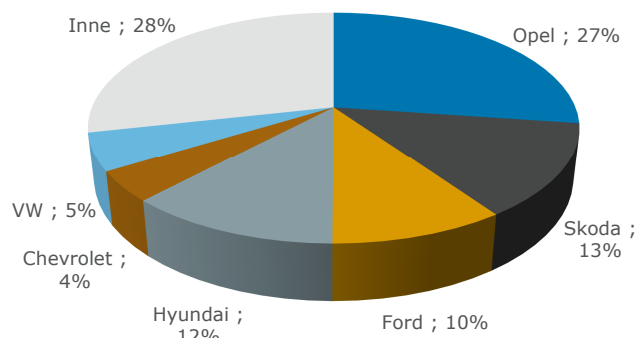
Struktura floty według typów pojazdów



Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

W podziale na marki samochodowe, kluczowym dostawcą samochodów dla Grupy Masterlease jest Opel z udziałem na poziomie 27,2%, a następnie Skoda (13,1%) oraz Hyundai (11,9%). Duży udział marek General Motors (Opel oraz Chevrolet) w strukturze jest pochodną historii Grupy, która była częścią grupy GMAC należącej do GM. Największy przyrost floty w 2014 roku zanotowała marka Hyundai (+31% R/R) oraz VW (+17% R/R). Znaczący odpływ floty (-5% lub 362 samochody) Grupa Masterlease zanotowała wśród marek związanych z grupą GM (Opel oraz Chevrolet). Udział marek GM w flocie ogółem spadł z poziomu 34% w 2013 do 31% w 2014.

Struktura floty według marek pojazdów (na koniec 2014 roku)

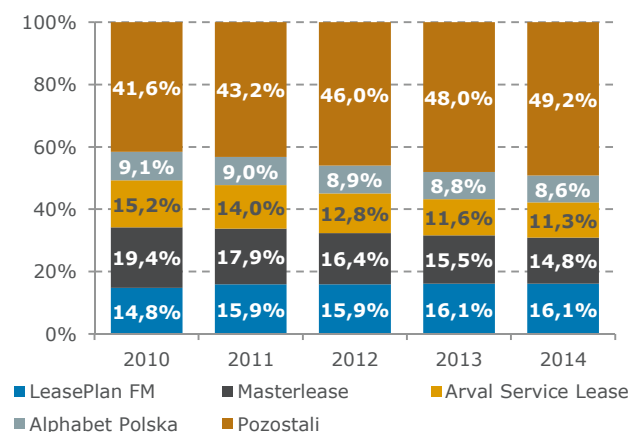


Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

FSL oraz semi-FSL

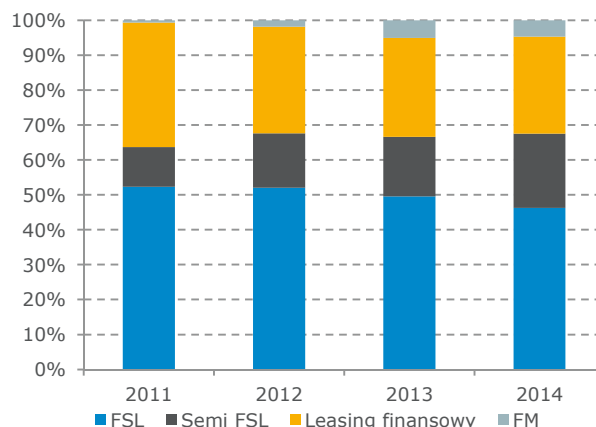
Grupa Masterlease jest jednym z pionierów na rynku Car Fleet Management oferując usługi full service leasing (FSL) oraz semi-full service leasing (semi-FSL). Według PZWLP, na koniec 2014 roku Grupa Masterlease była jednym z liderów rynku z udziałem na poziomie 14,8% pod względem liczby samochodów, nieznacznie poniżej spółki LeasePlan (udział na poziomie 16,1%) oraz z dość wyraźną przewagą nad trzecią spółką w sektorze Arval (11,3%). Udział samochodów w usłudze Car Fleet Management we flocie własnej znacząco wzrósł w Grupie Masterlease z 64,1% na koniec 2011 do 70,9% na koniec 2014 przy jednoczesnym spadku leasingu samochodów bez usług dodatkowych. Niemniej jednak substytucja ta jest pozytywna, jako że Grupa Masterlease jest w stanie osiągnąć znacznie lepszą rentowność z produktów CFM. Liczba samochodów objęta minimum dwiema usługami CFM wzrosła z 15 114 sztuk na koniec 2012 roku do 16 321 na koniec 2014 oraz o 4,1% na 3-letnim wskaźniku CAGR (2011-2014).

Ewolucja udziału w rynku (%)



Źródło: PZWLP, Dom Maklerski mBanku

Struktura floty według typu (%)



Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

FSL

Usługa Full Service Leasing skierowana jest do dużych korporacji oraz małych i średnich przedsiębiorstw. W usłudze FSL oprócz tradycyjnego finansowania leasingobiorca otrzymuje pakiet co najmniej 3 dodatkowych usług (w tym zawsze serwis mechaniczny), takich jak kontrola w czasie rzeczywistym wydatków oraz napraw, wymiana opon, 24-godzinna obsługa techniczna, ubezpieczenie oraz opcjonalnie obsługa kart paliwowych oraz zapewnienie samochodów zastępczych.

Semi-FSL

Usługa Semi Full Service Leasing jest produktem pośrednim pomiędzy leasingiem finansowym a FSL mającym na celu w dłuższym okresie zachęcić użytkownika do przejścia na usługę FSL. W produkcie semi-FSL oprócz tradycyjnego leasingu klient korzysta z minimum 2 dodatkowych usług.

Leasing

Leasing jest najdłużej oferowaną usługą przez Grupę Masterlease. Leasing jest oferowany bez żadnych usług dodatkowych oraz skierowany do małych i średnich przedsiębiorstw oraz klientów indywidualnych. Według wewnętrznego podziału udział samochodów w leasingu wyraźnie spada na przestrzeni ostatnich 3 lat z 36% całości floty w 2011 do 29% na koniec 2014 roku.

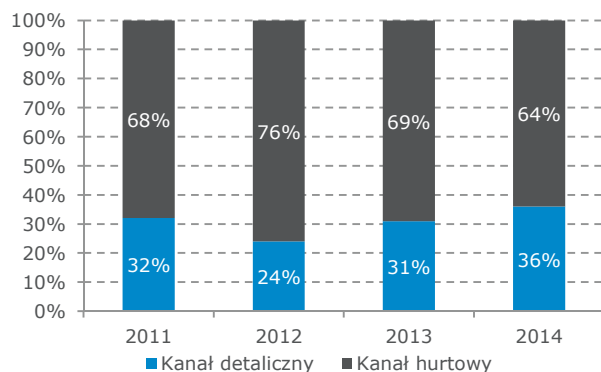
Zarządzanie flotą (FM)

Grupa Masterlease oferuje usługę zarządzania flotą samochodów (FM) bez finansowania. Na koniec 2014 roku Grupa obsługiwała 1 141 samochodów w usłudze FM wobec 415 w 2012 oraz 152 w 2011. Podobnie jak w usłudze FSL, Grupa oferuje dodatkowo co najmniej 2 usługi, co prowadzi odbiorcę do zoptymalizowania kosztów związanych z paliwem, utrzymaniem floty, naprawami czy ubezpieczeniem. Usługa jest głównie skierowana do dużych przedsiębiorstw.

Sprzedaż samochodów poleasingowych

Jednym z głównych źródeł dochodu dla Grupy Masterlease jest sprzedaż używanych samochodów po wygaśnięciu kontraktów leasingowych. W 2014 roku Grupa Masterlease sprzedała 2 964 pojazdów z czego 36% w drodze sprzedaży detalicznej, a 64% w drodze sprzedaży hurtowej. Zarząd Grupy zamierza kontynuować starania w celu zwiększenia sprzedaży przez kanały detaliczne osiągając tym samym wyższe średnie ceny. Celem Zarządu jest aby stosunek sprzedaży detalicznej i hurtowej rozkładał się w równym stopniu. Różnica pomiędzy ceną sprzedaży w kanale detalicznym a hurtowym kształtuje się w przedziale 10-15%. Sprzedaż samochodów jest wspomagana przez liczne inicjatywy takie jak strona internetowa Master1.pl, 2 salony samochodów używanych w Warszawie (drugi od listopada 2014) oraz 3 oznakowane punkty sprzedaży w Gdyni, Poznaniu oraz Katowicach. Dodatkowo, Grupa Masterlease ogranicza koszty sprzedaży poprzez nowe programy przygotowania samochodów do sprzedaży „SMART” oraz „SPOT repair”. Program „Smart” (Small to Medium Area Repair Technology) oraz „SPOT repair” to technologie punktowych napraw blacharsko-lakierniczych bez konieczności demontażu naprawianych elementów. Nowe programy naprawcze jak i kanały sprzedaży poskutkowały wzrostem wyniku na sprzedaży samochodów używanych ze straty na poziomie 2,1 mln PLN w 2011 roku do zysku na poziomie 8,3 mln PLN oraz 9,8 mln PLN odpowiednio w latach 2013 i 2014. Na koniec 2014 roku ceny sprzedaży samochodów używanych w sieci detalicznej wynosiły średnio 113,1% wartości Eurotax Carwert (112,7% na koniec 2013 roku) przy 97,8% osiągniętych przez kanał hurtowy (101,5% na koniec 2013 roku).

Kanały sprzedaży samochodów używanych



Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

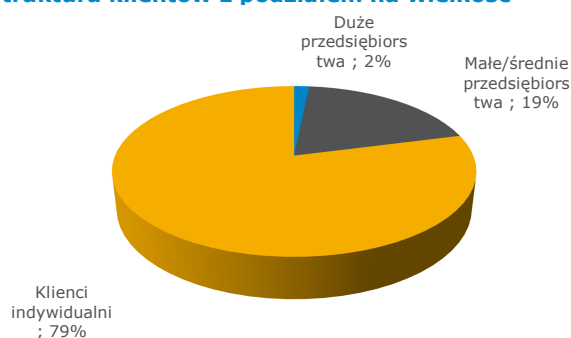
Silna dystrybucja i sieć serwisowa

Grupa Masterlease posiada 16 oddziałów na terenie Polski oraz centralę zlokalizowaną w Gdańsku. Liczba oddziałów jest znacząco wyższa niż u konkurencji, która zazwyczaj posiada do 5 oddziałów. Pozwala to Grupie Masterlease nie tylko łatwiej dotrzeć do nowych klientów, ale i również utrzymać wyższe marże w regionach, gdzie konkurencja jest ograniczona. Ponadto, Grupa Masterlease współpracuje z siecią około 1 000 punktów serwisowych, z czego 400 należy do sieci dealerskich. Punkty dealerskie korzystają na współpracy z Grupą Masterlease przez powiązanie ze sprzedażą usług serwisowych, na których uzyskują wyższe marże. Punkty dealerskie są samoistnie zmotywowane przez narastającą liczbę klientów serwisu, aby dostarczyć Grupie jak największą liczbę nowych klientów.

Liczba oraz struktura klientów

Liczba klientów znacząco wzrosła w 2014 roku z 7 679 na koniec 2013 do 8 363 na koniec 2014. Portfel klientów Grupy Masterlease składa się głównie z klientów indywidualnych (79,0%), a następnie małych i średnich przedsiębiorstw (19,4%) oraz dużych przedsiębiorstw (1,6%). Niemniej jednak, udział dużych klientów we flocie stanowi 43%, MSP 28%, a klientów indywidualnych 29%. Jednocześnie, na koniec 2014 roku 5 największych klientów generowało 9,12% przychodów, 10 największych – 12,67%, a 20 największych – 18,35% przychodów Grupy, wskazując na brak istotnego uzależnienia od konkretnej grupy klientów.

Struktura klientów z podziałem na wielkość

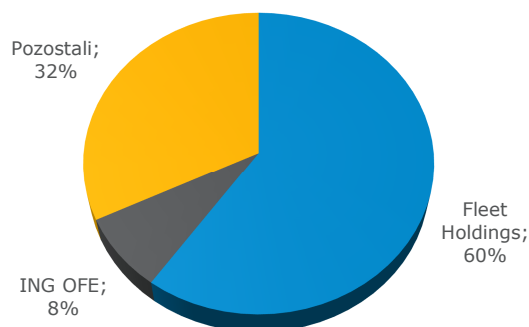


Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

Akcjonariat PCM

Głównym akcjonariuszem spółki Prime Car Management, posiadającym 60% udziału w kapitale zakładowym, jest Fleet Holdings, a pośrednio Fleet Uno posiadający 100% udziałów we Fleet Holdings. Fleet Uno jest podmiotem kontrolowanym przez fundusz private equity „Abris CEE mid-market fund” (59,84%). Do pozostałych akcjonariuszy należy ING OFE (8%) oraz inni (32%). Abris jest funduszem typu private equity inwestującym w przedsięwzięcia w Centralnej i Wschodniej Europie. Abris inwestuje zwykle w średniej wielkości projekty, które mogą zyskać na wniesieniu kapitału i ekspertyzie. Horyzont inwestycyjny Abris to 3-5 lat. Po sprzedaży w ofercie publicznej 40% akcji Spółki, Fleet Holdings, Abris oraz Spółkę obowiązuje 360 dniowy okres zakazu sprzedaży akcji „lock up”. Zakaz sprzedaży wygaśnie 11 kwietnia 2015 roku.

Struktura akcjonariatu PCM



Źródło: Grupa Masterlease, Dom Maklerski mBanku

Historia

Początki Grupy Masterlease sięgają 1995 roku, kiedy została założona spółka Futura Leasing zajmująca się leasingiem finansowym samochodów. W 1999 roku spółka rozszerzyła swoją działalność o usługi zarządzania flotą nabywając 100% udziałów w Prime Car Management. W 2001 roku obie spółki zostały sprzedane do General Motors Acceptance Corporation (GMAC). GMAC (obecnie Ally Financial Inc.), założony w 1919 roku w Stanach Zjednoczonych, to jeden z wiodących międzynarodowych podmiotów świadczących usługi finansowe, w tym usługi leasingu samochodów i flot komercyjnych. Dzięki integracji, Grupa Masterlease zyskała dostęp do finansowania, sieci GMAC w Polsce oraz przede wszystkim know-how spółki. Po kryzysie finansowym w 2007 roku oraz restrukturyzacji grupy General Motors (właściciel GMAC) zapadła decyzja o sprzedaży Grupy Masterlease do funduszu typu private equity „Abris”. Po wyjściu ze struktur GMAC Grupa Masterlease zaciągnęła w 2010 r. dług w postaci obligacji, który w 2012 r. został zrefinansowany przez kredyty bankowe. W 2013 r. Grupa zawarła dwie umowy: na przejęcie spółki Bawag (obecnie Futura Prime) oraz kupna portfela leasingowego od Pol-Motu. W ramach realizacji strategii Grupa może rozważać kolejne transakcje tego typu.

Zarząd

Pomimo zmian właścicielskich trzon Zarządu pozostał niezmieniony od 1995 roku. W skład Zarządu Spółki Masterlease wchodzi trzech członków:

- **Jerzy Kobylński** – Prezes Zarządu oraz współzałożyciel Grupy Masterlease. Przed objęciem funkcji Prezesa Zarządu Pan Jerzy Kobylński pełnił między innymi funkcję dyrektora w Funduszu Gospodarczym NSZZ Solidarność oraz Prezesa Zarządu Sopockiego Domu Maklerskiego.
- **Jakub Kizielewicz** – Członek Zarządu oraz dyrektor finansowy spółki Masterlease. Pan Jakub Kizielewicz ukończył Politechnikę Gdańską oraz Gdańską Akademię Bankową, a także uzyskał stopień MBA z Uniwersytetu w Glasgow.
- **Konrad Karpowicz** – Członek Zarządu odpowiedzialny za sprzedaż oraz marketing. Pan Konrad Karpowicz ma ponad 20 lat doświadczenia w sprzedaży oraz w usługach leasingowych. Pan Karpowicz ukończył Akademię Wychowania Fizycznego i Sportu w Gdańsku.

Strategia

Głównymi celami strategicznymi Grupy Masterlease są: 1) wzrost udziału Grupy w rynku usług CFM zapewniający utrzymanie wiodącej pozycji na rynku w Polsce, 2) wzrost udziału usług CFM w koszyku usług oferowanych przez Grupę, 3) poprawa efektywności operacyjnej. Oprócz uruchamiania kolejnych programów Private Label Grupa planuje dalej efektywnie wykorzystywać efekty skali w odniesieniu do dealerów samochodowych jak i punktów kontroli pojazdów. Ponadto, wraz z wejściem na giełdę papierów wartościowych Grupa Masterlease oczekuje dalszej dywersyfikacji źródeł finansowania. Grupa zamierza aktywnie uczestniczyć w konsolidacji rynku leasingu w Polsce.

Wzrost udziału Grupy w rynku CFM oraz wzrost produktów CFM w portfelu usług

Jednym z głównych celów Grupy Masterlease jest wzrost udziału Grupy w rynku CFM oraz wzrost produktów CFM w portfelu usług. Cel ma zostać osiągnięty między innymi

poprzez rozszerzenie programu Private Label (Opel, Hyundai) o nowe marki pojazdów. Programy Private Label to umowy dzięki którym Grupa Masterlease oferuje na wyłączność usługi CFM klientom danej marki samochodów. Dzięki Private Label Grupa Masterlease otrzymuje dostęp do szerokiej bazy klientów producentów samochodów jak również może uzyskać lepszą pozycję negocjacyjną odnośnie ceny przy zakupie nowych samochodów. Kolejną inicjatywą jest organiczny wzrost klientów w segmencie CFM dzięki szerokiej dystrybucji na terenie całego kraju oraz zintensyfikowanej kampanii marketingowej. Grupa Masterlease posiada unikalną sieć dystrybucji z 16 oddziałami na terenie Polski oraz centralą zlokalizowaną w Gdańsku, które zapewniają bardziej kompleksową obsługę klientów, jak i lepsze marże ze względu na brak konkurencji w regionie. Grupa Masterlease planuje także dalszą substytucję produktów leasingu bardziej rentownymi produktami z grupy CFM. Niemniej jednak, Grupa Masterlease nie zamierza rezygnować w całości z produktów leasingu ponieważ stanowi on dobry punkt rozpoczęcia współpracy z klientami. Ponadto, Grupa Masterlease planuje wprowadzenie kolejnych usług w ramach CFM, które będą skrojone na potrzeby obecnych i potencjalnych klientów, takie jak np. 24-miesięczny leasing FSL z brakiem kary po zerwaniu umowy po 3 miesiącach czy ofertą kart paliwowych również dla klientów indywidualnych.

Akwizycje i przejęcia

Wzrost Grupy Masterlease na rynku CFM może zostać również osiągnięty poprzez akwizycje. Generalnie, Grupa jest zainteresowana podmiotami z flotą od 500 do 4 000 samochodów, możliwością szybkiej integracji z obecną infrastrukturą, zdywersyfikowaną bazą klientów z małym pokryciem wśród już obecnych klientów Grupy Masterlease oraz z możliwością zaoferowania usług CFM. W 2013 roku Grupa dokonała zakupu spółki leasingowej Bawag (777 pojazdów) oraz floty pojazdów od Pol-Mot (640 pojazdów). Jednocześnie, Grupa Masterlease na bieżąco monitoruje rynek, wyszukując potencjalnych okazji do zrealizowania przejęć i jest gotowa wykorzystać dostępne na rynku okazje do akwizycji. Obecnie Grupa Masterlease prowadzi rozmowy w celu przejęcia podmiotów (500-1000 samochodów), których finał zaplanowany jest na koniec 1H'15.

Ograniczenie kosztów

Trzecim filarem strategii Grupy Masterlease jest poprawa efektywności operacyjnej poprzez ograniczenie bazy kosztowej na płaszczyźnie operacyjnej, związanej z finansowaniem Grupy czy sprzedażą używanych samochodów. Grupa Masterlease oczekuje dalszych korzyści skali wynikających z podpisania umów z dealerami samochodów oraz warsztatami, których już w chwili obecnej w wielu przypadkach jest największym klientem. Ponadto, w celu dalszej obniżki kosztów i poprawy pozycji negocjacyjnej Grupa Masterlease planuje dalsze ograniczenie liczby zakładów jak i wprowadzenie do oferty nieautoryzowanych stacji obsługi pojazdów czy też stosowanie zamienników oryginalnych części samochodowych. W przypadku sprzedaży aut używanych Grupa planuje także kontynuować program naprawy pojazdów „SMART” oraz szerszą sprzedaż aut na rynku detalicznym, gdzie ceny są około 10% wyższe niż na rynku hurtowym, a w tym poprzez własną stronę internetową Master1.pl. Ponadto, Grupa planuje obniżenie kosztów związanych z finansowaniem poprzez dywersyfikację źródeł kredytów, wejście na publiczny rynek długu czy też sekurytyzację portfeli leasingowych.

Czynniki ryzyka

Naszym zdaniem najważniejszymi czynnikami ryzyka na jakie narażona jest Grupa Masterlease, pomijając typowe czynniki ryzyka związane z funkcjonowaniem Grupy (tj. otoczenie prawne, IT, zmiany na kluczowych stanowiskach), są:

Ryzyko związane z sytuacją gospodarczą w Polsce i na świecie

Kondycja polskiego rynku leasingu jest w dużej mierze uzależniona od sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie. W okresie dekonunktury Grupa Masterlease może mieć utrudniony dostęp do kapitału oraz odnotować zmniejszony popyt na finansowanie czy dodatkowe usługi. Ponadto, Grupa może spotkać się ze wzmożoną konkurencją cenową ze strony mniejszych graczy oraz z pogorszeniem jakości aktywów. Niemniej jednak, według naszych prognoz oczekujemy stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce w najbliższych latach ze wzrostem PKB na poziomie 3,5% w 2015 oraz w 2016 roku.

Rosnąca konkurencja

Postępująca konkurencja szczególnie na rynku CFM wywarła presję na marże ww. segmentu w przeciągu ostatnich 3 lat. Widzimy ryzyko, iż nastąpi większa od oczekiwań presja na marże w leasingu operacyjnym jak i finansowym, a przez to dalsza utrata udziału w rynku. Dodatkowo uważamy, iż mniejsze podmioty na rynku leasingu mogą również uczestniczyć w konsolidacji rynku mając negatywny wpływ na atrakcyjność wycen potencjalnych celów akwizycji. Przy braku istotnych barier wejścia na polski rynek leasingu uważamy, iż konkurencja może się również zaostrzać ze strony nowych międzynarodowych graczy.

Ryzyko związane z zachowaniem kursu waluty

Grupa Masterlease nie jest bezpośrednio narażona na wahania waluty posiadając niską ekspozycję na należności w EUR (0,02% floty). Niemniej jednak, znaczące umocnienie złotego może mieć pozytywny wpływ na import samochodów używanych, przez co negatywny wpływ na ceny osiąmane przez Grupę Masterlease przy sprzedaży swoich używanych samochodów. Dodatkowo, osłabienie złotego może negatywnie wpłynąć na ceny nowych samochodów. Ponadto, Grupa rozważa wejście na rynki zagraniczne, co może w istotny sposób przełożyć się na ryzyko związane z walutą w przyszłości.

Ryzyko związane z ubezpieczeniami

Masterlease jako właściciel floty samochodów jest narażony na ryzyko związane z kradzieżami, jak i naprawami swojej floty pojazdów. Obecnie, oprócz standardowej polisy AC, Grupa wykorzystuje swój własny program naprawczy, który według danych na koniec 2014 obejmował około 875 samochodów (3,8% floty w 2014,

5,6% floty w 2013). Widzimy ryzyko, iż program naprawczy może być niewystarczający w przypadku zwiększonej ilości szkód. Jednocześnie, Grupa ponosi ryzyko wzrostu cen polis ubezpieczeniowych. Ubezpieczyciele szacują, iż wraz ze wzrostem gospodarczym ruch drogowy zostanie zintensyfikowany, a obecny niski poziom szkodowości będzie nie do utrzymania. Grupa jest narażona na warunki atmosferyczne, które mogą w niekorzystny sposób wpływać na szkodowość.

Ryzyko wartości rezydualnej

Grupa ponosi ryzyko szacowania wartości pojazdów na koniec okresu leasingu. Ryzyko to głównie jest związane z leasingiem operacyjnym Grupy Masterlease, który na koniec 2014 roku stanowił 48,5% całej floty (według wewnętrznego podziału). Wartość rezydualna samochodów jest oparta na analizach Eurotax Carwert oraz na własnym „know-how”. Do tej pory, konserwatywna ocena wartości rezydualnej pojazdów przez Grupę przynosiła pozytywne rewaluacje do RZiS. Negatywnie na rewaluację może wpływać zachowanie się rynku samochodów używanych, a w szczególności import.

Ryzyko mniejszych wypłat dywidendy

Grupa Masterlease przewiduje wypłatę dywidendy na poziomie 75% ze skonsolidowanego zysku netto za rok obrotowy. Znacząca wypłata dywidendy jest możliwa dzięki konserwatywnemu podejściu Grupy do bilansu, gdzie kapitały własne stanowią 40% wartości bilansu. Przyszłe wypłaty dywidendy Grupa uzależnia od wielkości wypracowanego zysku oraz możliwości finansowych Grupy. Wypłata dywidendy może być również uzależniona od wielkości akwizycji, które Grupa planuje w przyszłości.

Ryzyko związane z przejęciami

W 2013 roku Grupa Masterlease przejęła spółkę Bawag oraz portfel leasingowy od Pol-Mot. Widzimy ryzyko, iż kolejne akwizycje mogą być mniej rentowne ze względu na rosnącą konkurencję na rynku czy też niedostateczne rozpoznanie wartości podmiotu przejmowanego. Ponadto, widzimy ryzyko z wejściem Grupy na rynki zagraniczne przez akwizycje przy niedostatecznym rozpoznaniu lokalnego rynku.

Ryzyko związane z kosztami pojazdów

Ceny za usługi CFM Grupa ustala w oparciu o historyczny poziom kosztów jakie Grupa ponosiła. Niemniej jednak, koszty podczas trwania umowy mogą podlegać wahaniom. Grupa Masterlease stara się zminimalizować fluktuację kosztów zawierając z dostawcami usług długoterminowe umowy dotyczące stałej wysokości rabatów w stosunku do stawek cennikowych oraz stałej wysokości stawki roboczogodziny w stosunku do stawek cennikowych.

Wycena

Nasza wycena składa się ze średniej z dwóch wieloetapowych modeli, bazujących na metodologii zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend. Modele zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oparte są na tych samych założeniach czasowych, które można podzielić na dwa etapy: Etap I (lata 2015-24) oraz Etap II (długoterminowa prognoza – kolejne 20 lat).

(PLN)	waga	wycena
Zyski ekonomiczne	50%	58,1
DDM	50%	64,0
Wycena wynikowa		61,1
9-miesięczna cena docelowa		65,0

Założenia operacyjne do wyceny

Każda z naszych wycen jest determinowana przez te same założenia operacyjne na lata 2015-24. Uważamy, iż ten 10-letni okres jest wystarczający, aby uchwycić najważniejsze trendy po stronie przychodowej i kosztowej, jak i wzrost bilansu Grupy Masterlease. Nasze najważniejsze założenia obejmują:

- **Flota:** Po spadku floty samochodów będących własnością Grupy Masterlease z 23 468 samochodów w 2010 do 23 032 na koniec 2014 oczekujemy wzrostu floty w najbliższych 5 latach na poziomie 5,3% (CAGR 2014-19). Oczekujemy, iż popyt będzie generowany wraz ze wzrostem gospodarczym, który szacujemy w Polsce na poziomie 3,5% w 2015 oraz w 2016 roku. W długim okresie oczekujemy, iż leasing finansowy (a w tym semi-FSL) będzie utrzymywać dominującą rolę w strukturze floty.
- **Należności z tytułu leasingu finansowego:** Po wzroście należności brutto z tytułu leasingu finansowego o 8,0% w przeciągu ostatnich 3 lat (CAGR 2011-14) oczekujemy dalszego wzrostu na poziomie 8,8% w okresie 2014-19 (CAGR). Oczekujemy, iż wzrost będzie napędzany głównie przez małe i średnie przedsiębiorstwa, których inwestycje będą w pozytywny sposób skorelowane wraz ze wzrostem gospodarczym. Jednocześnie nie oczekujemy, aby jakość portfela miała się w najbliższym okresie pogorszyć i pozostanie na poziomie 5% (do należności brutto), zaś wskaźnik pokrycia rezerwami utrzyma się na wysokim poziomie 70%.
- **Środki transportu w najmie:** Środki transportu w najmie pozostały na niezmiennym poziomie w 2014 roku. Przez ostatnie 3 lata środki transportu w najmie również pozostały na praktycznie niezmiennym poziomie. Oczekujemy, iż środki transportu w najmie przez najbliższe 5 lat będą rosły w tempie 1,5% na CAGR (2014-19).
- **Przychody z tytułu leasingu oraz odsetkowe:** Przychody z tytułu leasingu spadły o 8,9% R/R w 2014 wobec 9,0% spadku przychodów odsetkowych. Przy narastającej konkurencji oczekujemy dalszej presji na marżę w kolejnych latach zarówno w leasingu operacyjnym (-150 p.b. w 2015), jak i w segmencie leasingu finansowego (-120 p.b.). Niemniej jednak, ze względu na rosnącą flotę pojazdów w przeciągu następnych 5 lat oczekujemy, iż przychody z tytułu leasingu będą stabilne, zaś przychody odsetkowe będą rosły w tempie 6,3%.

▪ **Wynik prowizyjny:** Wynik prowizyjny wzrósł o 2,7% w 2014 roku głównie za sprawą przychodów z usług serwisowych. Oczekujemy, iż wynik prowizyjny zanotuje dalszy wzrost w 2015 roku, a pozytywny trend zostanie utrzymany w kolejnych latach ze względu na rosnącą liczbę samochodów w segmencie CFM.

▪ **Wynik na sprzedaży samochodów poleasingowych:** W 2014 roku Grupa Masterlease zwiększyła wynik na sprzedaży samochodów poleasingowych z 8,31 mln PLN w 2013 do 9,78 mln PLN. W długim okresie oczekujemy, iż Grupa będzie osiągała pozytywny wynik na sprzedaży, którego wysokość będzie determinowana przez: 1) zapadalność kontraktów, 2) wzrastające koszty jak i przychody sprzedaży na samochodów związane z przesunięciem sprzedaży do kanałów detalicznych.

▪ **Koszty napraw i serwisów:** Po spadku na poziomie 1,1% R/R w 2014 roku oczekujemy wzrostu kosztów w kolejnych latach (CAGR 2014-19 na poziomie 3,6%). Wyższa dynamika kosztów, według nas, będzie determinowana przez wzrost floty, ale i również przez już ograniczoną możliwość wykorzystania korzyści skali w celu renegotjowania umów i uzyskiwania dalszych rabatów.

▪ **Dług:** Uważamy, iż bilans Grupy Masterlease jest relatywnie konserwatywny z poziomem ogólnego zadłużenia (kapitały do aktywów) na poziomie 53% oraz wskaźnikiem długu do kapitałów własnych na poziomie 1,2x, wobec ustanowionych kowenant na poziomie 3,5x. Uważamy, iż obecna struktura bilansu pozwala na zwiększenie w przyszłości dźwigni finansowej. Oczekujemy, iż do roku 2019 wskaźnik długu do kapitałów własnych wzrośnie do poziomu 1,8x. Przełoży się to na wzrost kosztów odsetkowych o 6,5% (2014-19 CAGR).

▪ **Efektywna stopa podatkowa:** Efektywna stopa podatkowa wyniosła 17,4% w 2014 roku wobec 25,6% w 2013. Niska efektywna stawka podatkowa w 2014 roku wynika ze zdarzenia jednorazowego rozpoznanego w przychodach (15,8 mln PLN, bez zdarzenia stawka podatkowa wyniosłaby 21,9%) zaś wysoki efektywny podatek dochodowy w 2013 roku jest konsekwencją korekty deklaracji CIT za 2010 rok. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu oczekujemy, iż efektywna stopa podatkowa wzrośnie w przyszłych latach do poziomu 21,5%.

▪ **Dochodowość:** Zwrot na kapitałach własnych (ROE) Grupy Masterlease na poziomie 10% na koniec 2014 (bez zdarzeń jednorazowych) pozostał na praktycznie niezmiennym poziomie względem 2013 roku. Pomimo erozji marży w segmencie leasingu operacyjnego i finansowego oczekujemy stopniowej poprawy wskaźnika w przyszłych okresach.

▪ **Dywidendy:** W 2015 roku, Zarząd zarekomendował dla WZA wypłatę dywidendy na poziomie 75% zysku z roku 2014. Niemniej jednak, po zakończeniu sukcesem negocjacji z bankami kredytującymi Grupę, oczekujemy wzrostu poziomu wypłaty do 100%. Uważamy, iż przy obecnej strukturze pasywów wypłata dywidendy na obecnym poziomie jak i wyższym (100%) będzie możliwa w długim horyzoncie czasowym.

▪ **Akwizycje:** W naszych prognozach nie uwzględniamy zapowiadanych przez Zarząd kolejnych akwizycji ani wejścia na nowe rynki.

Wycena metodą zysków ekonomicznych

W metodzie zysków ekonomicznych wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne, które nie mają miejsca w Grupie Masterlease) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych tj. [(zwrot na TNAV - koszt kapitału) x kapitał początkowy]. Poza różnicą pomiędzy ROE a

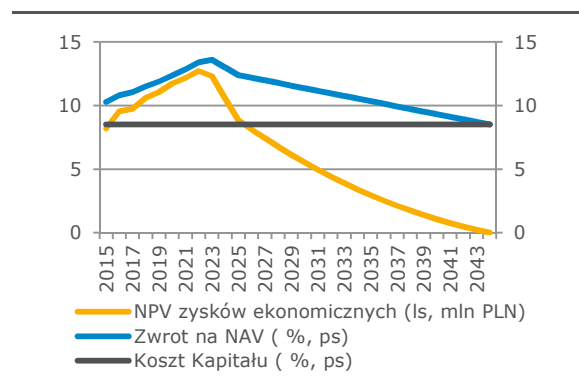
kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2015-24, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
KW (początek okresu)	498,7	487,3	488,7	490,0	492,4	494,5	497,2	499,8	502,9	531,2
Zysk netto	51,3	52,7	54,0	56,3	58,5	61,2	63,8	66,9	68,4	69,0
Dywidendy	-62,6	-51,3	-52,7	-54,0	-56,3	-58,5	-61,2	-63,8	-40,1	-41,1
Pozostałe zmiany	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KW (koniec okresu)	487,3	488,7	490,0	492,4	494,5	497,2	499,8	502,9	531,2	559,2
Zwrot na KW (początek okresu)	10,3	10,8	11,0	11,5	11,9	12,4	12,8	13,4	13,6	13,0
Koszt kapitału	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Spread	1,8	2,3	2,5	3,0	3,4	3,9	4,3	4,9	5,1	4,5
Zyski ekonomiczne	8,9	11,2	12,4	14,7	16,6	19,1	21,5	24,4	25,7	23,9
Czynnik dyskontujący	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44
Zdyskontowane zyski ekonomiczne	8,2	9,5	9,7	10,6	11,1	11,7	12,2	12,7	12,3	10,5

	(mln PLN)	%
Początkowy TNAV	498,7	73,3
Etap I (2015-2024)	108,6	16,0
Etap II (20-lat)	72,8	10,7
Wartość godziwa na 1/2015	680,1	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	12,0	
Obecna wartość godziwa	692,0	
Liczba akcji (mln szt.)	11,9	
Wycena na akcję (PLN)	58,1	
Koszt kapitału	8,5	
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	61,8	

Źródło: Dom Maklerski mBanku



Wycena metodą zdyskontowanych dywidend

W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym prognoz Zarządu Grupy odnośnie wypłaty dywidendy. Jednocześnie poziom długu do kapitałów własnych jest utrzymywany na poziomie 1,5-2,1x. W Etapie II nasz model DDM jest

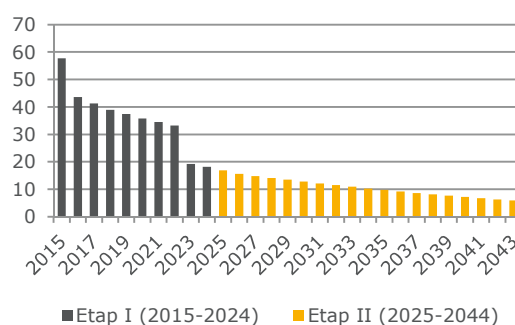
zintegrowany z modelem zysków ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 60%. Wartość rezydualna oparta jest na I-etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dywidendy	62,6	51,3	52,7	54,0	56,3	58,5	61,2	63,8	40,1	41,1
% wypłaty	100	100	100	100	100	100	100	100	60	60
Czynnik dyskontujący	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44
Zdyskontowane dywidendy	57,7	43,6	41,2	38,9	37,5	35,8	34,6	33,2	19,3	18,2

	(mln PLN)	%
PV Dywidend (Etap I)	360,0	50,7
PV Dywidend (Etap II)	207,5	29,2
PV wartości rezydualnej	142,2	20,0
Wartość godziwa na 7/2014	709,6	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	53,0	
Wartość godziwa	762,6	
Liczba akcji (mln szt.)	11,9	
Wycena na akcję (PLN)	64,0	
Koszt kapitału	8,5	
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	68,1	

Źródło: Dom Maklerski mBanku



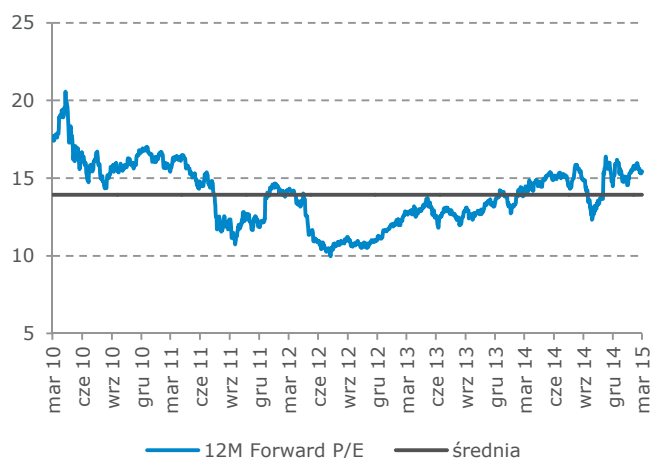
Spółki porównywalne

Grupa Masterlease na wskaźniku 2015 P/E 12,1x oraz 2016 P/E 11,8x notowana jest z odpowiednio 17% oraz 7% dyskontem do mediany porównywalnych spółek zajmujących się leasingiem pojazdów. Dyskonto to jest jeszcze głębsze jeżeli porównamy spółkę na wskaźniku P/BV dla lat 2015-16 wynosi odpowiednio 42% oraz 35%. Biorąc pod uwagę również spółki zajmujące się wypożyczaniem sprzętu i samochodów dyskonto PCM do mediany na wskaźniku P/E dla lat 2015-16 znajduje się na poziomie odpowiednio 17% oraz 10%.

Grupę Masterlease charakteryzuje obecnie niższa prognozowana dynamika zysków (CAGR 2014-17: 3,6%) względem spółek porównywalnych (CAGR 2014-17: 23,7%), a przez to niższe prognozowane ROE. Niemniej jednak, uważamy, iż obecne dyskonto jest nieuzasadnione ze względu na najwyższy w sektorze wskaźnik DYield.

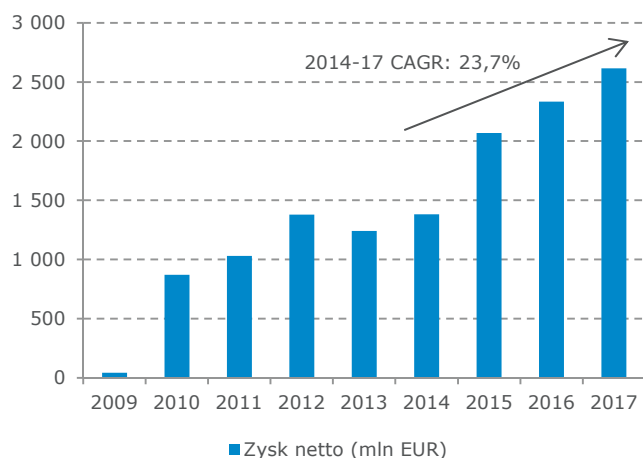
Zwracamy również uwagę, iż spółki porównywalne na wskaźniku 12M FWD P/E 15,42x notowane są z 11% premią wobec swojej 5-letniej średniej na poziomie 13,92x. Uważamy, że znaczący wzrost kursu akcji spółek porównywalnych przez ostatnie 12 miesięcy dyskontuje znaczącą poprawę wyników jakiej rynek oczekuje w br.

12M Forward P/E spółek leasingowych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zagregowany zysk netto spółek porównywalnych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Metoda porównawcza

	Zmiana ceny (1 rok, %)	Mcap (mln EUR)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)			DYield '15
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Leasing pojazdów												
Ryder System	20,9	4 626	15,0	13,2	12,1	2,3	2,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,6
Element Financial Corporation	11,8	3 214	16,4	12,3	9,4	1,6	1,4	1,2	10,5	12,3	13,5	n.a.
Imperial Holdings	12,9	3 065	12,1	11,0	9,9	2,1	1,9	1,7	17,6	17,3	17,9	4,0
SG Fleet Group	36,0	406	14,3	12,9	11,5	3,7	3,3	3,0	39,4	27,3	27,5	n.m.
Group Lease	110,2	315	27,8	22,4	n.a.	3,5	3,3	n.a.	13,1	23,0	n.a.	1,7
Ratchthani Ltd.	0,4	229	10,0	8,1	n.a.	1,9	1,8	n.a.	20,9	21,2	n.a.	5,9
Mediana			14,6	12,6	10,7	2,2	2,0	1,7				

Wypożyczalnie sprzętu oraz samochodów

Hertz	-20,6	8 681	19,0	13,3	n.a.	2,9	2,4	n.a.	16,0	19,2	n.a.	n.a.
Avis	21,5	5 535	16,2	14,1	14,1	2,9	2,6	3,9	51,1	46,7	32,0	n.a.
Comfortdelgro	51,0	4 219	20,3	17,5	15,7	2,6	2,5	2,4	13,4	14,7	15,5	3,0
Century Tokyo Leasing Corp	27,9	2 888	10,7	10,3	9,9	1,3	1,2	1,1	13,4	12,7	12,0	1,7
Localiza	12,4	2 186	17,6	15,6	12,9	3,9	3,4	3,0	23,4	23,3	25,1	2,0
Sixt	59,0	1 858	17,2	16,0	15,3	2,5	2,3	2,1	15,0	15,2	14,3	2,6
Northgate	22,5	1 163	14,3	13,7	13,1	2,0	1,8	1,6	12,4	11,3	10,8	2,0
Cramo	1,2	656	13,0	11,0	10,4	1,3	1,2	1,2	10,4	11,5	11,5	4,1
Lavendon Group	-25,3	411	10,5	9,7	8,6	1,3	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,7
VP	2,5	354	13,7	12,4	12,1	2,1	1,9	1,7	16,9	16,0	15,1	2,3
Mediana			13,0	11,0	10,4	1,3	1,2	1,4				

Leasing pojazdów i wypożyczalnie (mediana)

			14,6	13,1	12,1	2,2	2,0	1,7				
--	--	--	-------------	-------------	-------------	------------	------------	------------	--	--	--	--

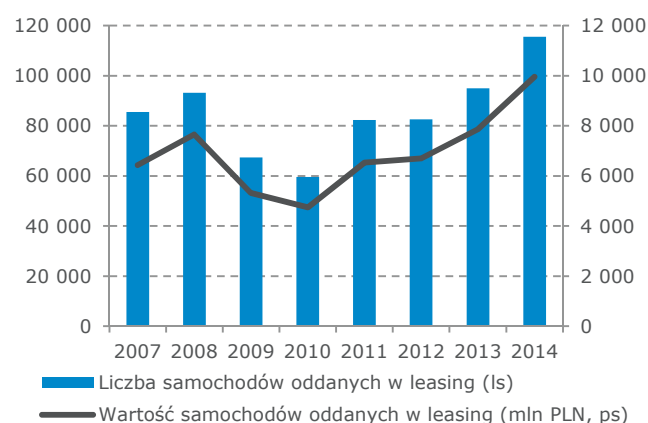
PCM	-	151	12,1	11,8	11,5	1,3	1,3	1,3	10,4	10,8	11,0	10,1
------------	---	------------	-------------	-------------	-------------	------------	------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek

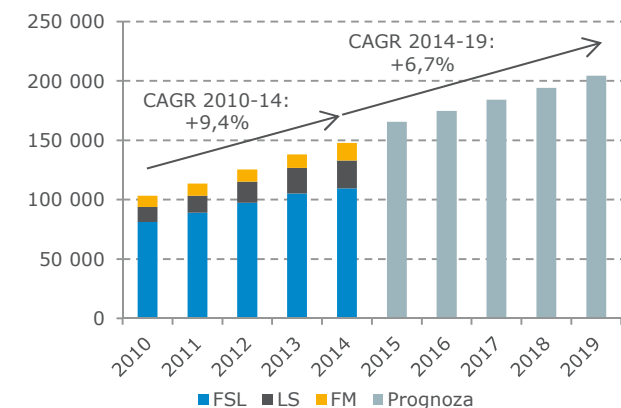
Według danych Związku Polskiego Leasingu dla 30 firm będących członkami ZPL, wartość netto środków oddanych w leasing wzrosła w Polsce w 2014 roku o 27,6% oraz o 12,7% na 3-letnim wskaźniku CAGR (2011-14). Duży udział we wzroście miał rynek samochodów osobowych – wartość netto samochodów osobowych oddanych w leasing wzrosła o 15,1% na 3-letnim wskaźniku CAGR, a w samym 2014 roku aż o 26,7% do poziomu 10 mld PLN. Jednocześnie, ilość samochodów osobowych oddanych w leasing wzrosła do poziomu 115,6 tys. sztuk, co przekłada się na 21,7% wzrost R/R oraz na wzrost na poziomie 11,9% w przeciągu ostatnich 3 lat (CAGR).

Wartość i liczba samochodów osobowych oddanych w leasing



Źródło: ZPL, Dom Maklerski mBanku

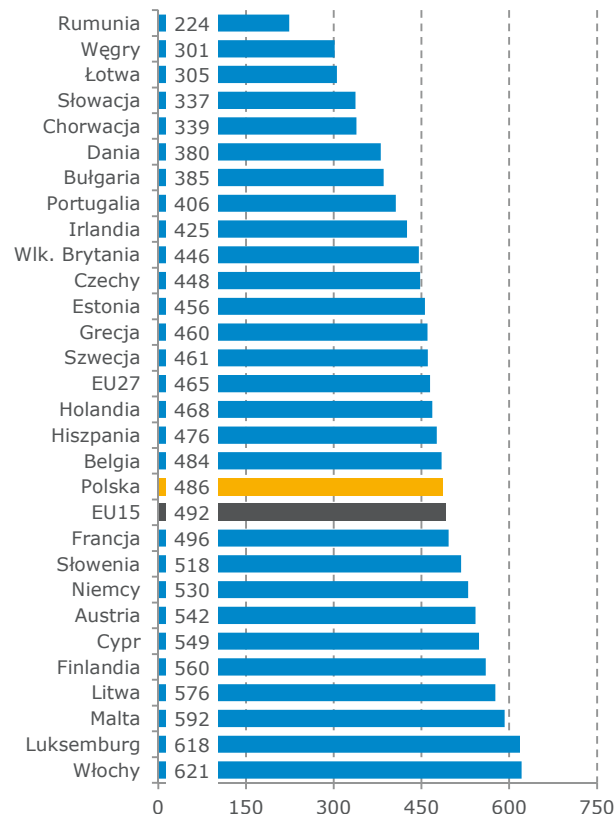
Rynek* CFM w Polsce (liczba samochodów)



Źródło: PZWLP, Dom Maklerski mBanku; *dane obejmują 75% rynku

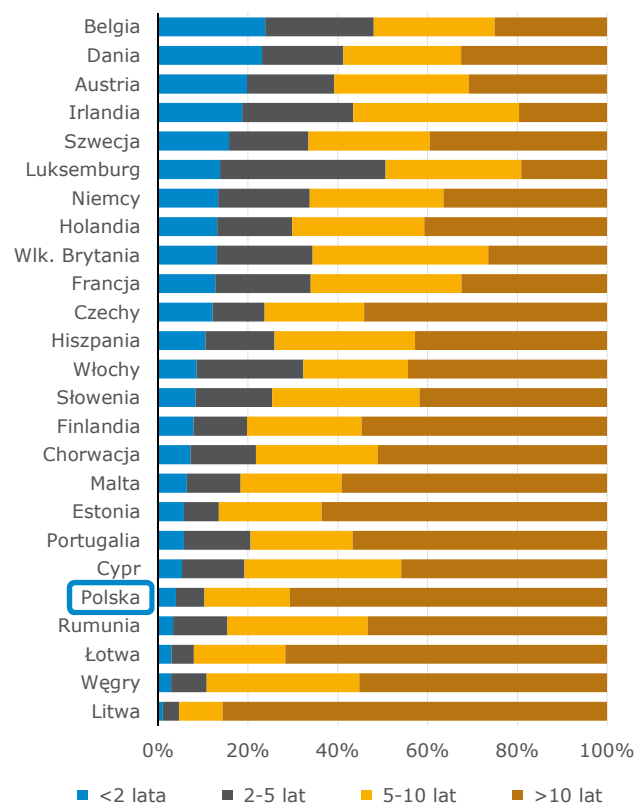
Oczekujemy, że rynek leasingu samochodów w Polsce będzie rósł w średniorocznym tempie 5,4% przez kolejne 10 lat. Dodatkowo oczekujemy, iż leasing z usługami będzie zyskiwał na popularności. Za tą formą finansowania przemawia optymalizacja kosztów, ograniczenie ryzyka wartości rezydualnej, czy redukcja wydatków związanych z zakupem floty. Ponadto uważamy, iż chociaż wskaźnik penetracji (liczba samochodów na 1 000 mieszkańców) w Polsce jest już na porównywalnym poziomie co w krajach EU15 to polski park samochodowy cechuje znacznie wyższy średni wiek. Oczekujemy, iż w kolejnych latach następować będzie substytucja starego parku samochodowego przez nowszy, co z kolei powinno się przełożyć na wzrost rejestracji w Polsce. Obecnie liczba rejestracji w Polsce znajduje się znacząco poniżej średniej EU27 (8/1000 mieszkańców wobec 25/1000 mieszkańców w EU27).

Liczba samochodów na 1 000 mieszkańców



Źródło: ACEA, Eurostat, obliczenia Domu Maklerskiego mBanku

Wiek floty samochodów osobowych w krajach UE

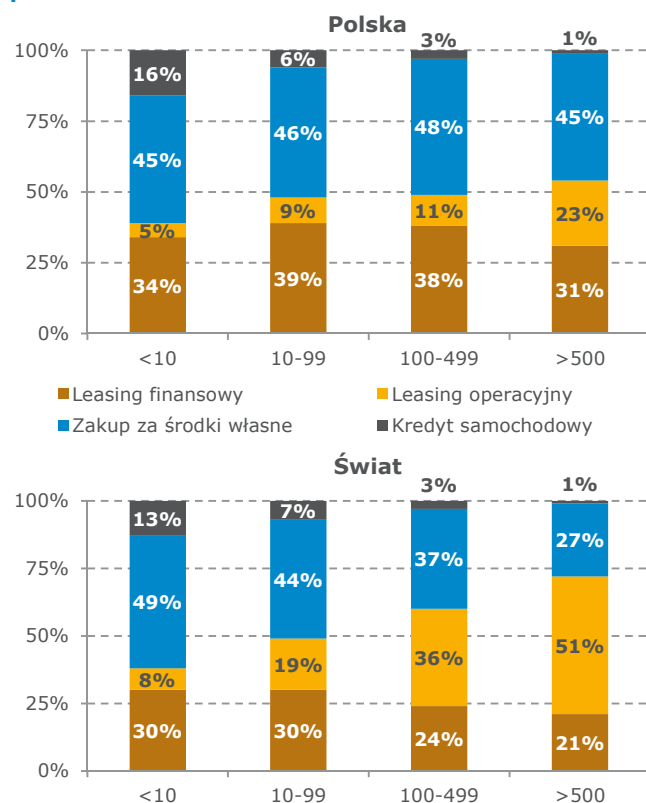


Źródło: Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Finansowane floty

Oczekujemy, iż struktura finansowania w Polsce będzie się zbliżała w kierunku średniej UE, co oznacza stopniową substytucję leasingu finansowego oraz innych źródeł finansowania takich jak środki własne przez leasing operacyjny. Według danych CVO (Corporate Vehicle Observatory) na koniec 2014 roku, flota samochodowa w polskich przedsiębiorstwach jest głównie finansowana przez leasing oraz środki własne. W zależności od wielkości przedsiębiorstwa udział leasingu w finansowaniu waha się w przedziale 39-54%, z czego leasing operacyjny w przedziale 5-23%. W krajach UE finansowanie leasingiem operacyjnym jest znacznie bardziej popularne niż w Polsce i waha się w granicach 8-51% w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Uważamy, iż dane wskazują na niską penetrację rynku i nadal znaczący potencjał rozwoju usług CFM w Polsce.

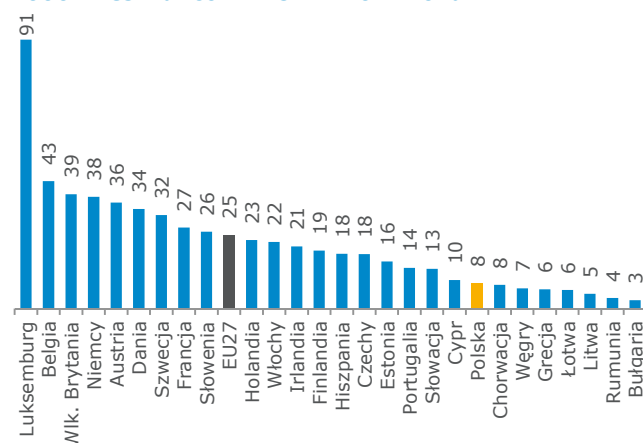
Źródła finansowania floty samochodowej w Polsce i na świecie w zależności od liczby zatrudnionych pracowników



Źródło: CVO „Barometr Flotowy Arval 2014”, Dom Maklerski mBanku

Jednocześnie widzimy szansę na bardziej dynamiczny wzrost ilości samochodów w leasingu przez niewykorzystany w Polsce potencjał leasingu konsumenckiego. Według danych Europejskiego Stowarzyszenia Producentów Samochodów ACEA oraz Eurostatu, w 2014 roku w Polsce na 1 000 mieszkańców przypadało jedynie 8 nowo rejestrowanych aut – dużo mniej niż w krajach sąsiadujących: Słowacja 13, Czechy 18, Słowenia 26, zaś w Niemczech było to już 38 nowych rejestracji samochodowych. Średnia unijna (EU27) wyniosła z kolei 25 nowych rejestracji na 1 000 mieszkańców. Oczekujemy, że wraz ze wzrostem gospodarczym i bogaceniem się społeczeństwa wskaźnik nowo rejestrowanych samochodów w Polsce będzie się zbliżał do średniej unijnej, zaś sam leasing operacyjny stanie się znacznie bardziej popularną formą finansowania.

Ilość nowych rejestracji samochodów osobowych na 1000 mieszkańców w UE w 2014 roku



Źródło: ACEA, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Rodzaje umów leasingowych

Leasing operacyjny: Forma leasingu, w której przedmiot leasingu zaliczany jest do składników majątkowych finansującego. Umowa w leasingu operacyjnym zawierana jest przeważnie na okres 3-5 lat. Ryzyko wartości rezydualnej ponoszone jest przez finansującego. Raty leasingowe wraz z opłatą wstępną stanowią koszt uzyskania przychodu dla korzystającego. Podatek VAT doliczany jest do każdej raty leasingowej. W przypadku leasingu operacyjnego korzystający ma prawo wykupu przedmiot leasingu po upływie okresu umowy leasingu.

Leasing finansowy: Forma leasingu, w której przedmiot leasingu zalicza się do składników majątkowych korzystającego. Ryzyko wartości rezydualnej ponosi leasingobiorca. VAT płatny jest w całości z góry przy pierwszej racie leasingowej po dokonaniu odbioru przedmiotu. W leasingu finansowym nie ma wykupu. Klient staje się właścicielem przedmiotu po zapłaceniu ostatniej raty leasingowej.

Car Fleet Management

Rynek usług Car Fleet Management dzieli się na następujące kategorie:

Full Service Leasing – Leasing pojazdów, w którym ryzyko rezydualne ponosi leasingodawca. W usłudze FSL leasingobiorca otrzymuje wybrany przez siebie pakiet usług (minimum 3 usługi w tym zawsze serwis mechaniczny). Umowy podpisane są na co najmniej 24 miesiące.

Semi Full Service Leasing – Leasing pojazdów, w którym ryzyko rezydualne ponosi odbiorca. W usłudze semi-FSL leasingobiorca otrzymuje wybrany przez siebie pakiet usług (minimum 2 usługi bez konieczności serwisu mechanicznego). Umowy podpisane są na co najmniej 24 miesiące.

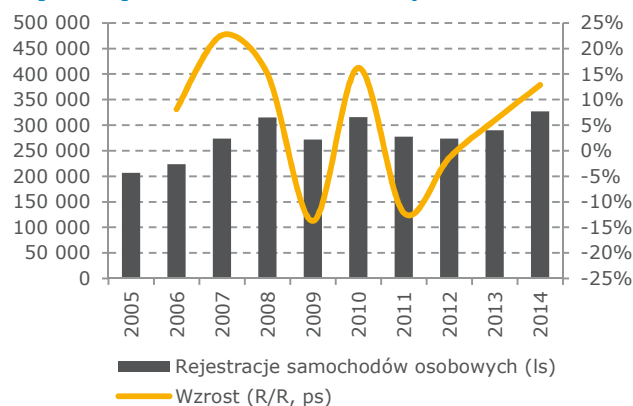
Fleet Management – Zarządzanie flotą pojazdów klienta bez leasingu. Liczba usług dodanych do zarządzania flotą nie jest sprecyzowana, a może obejmować na przykład: opiekę nad serwisowaniem aut, koordynację wymiany opon, przeważnie likwidację szkód. Czas trwania umowy to co najmniej 6 miesięcy.

Najem – Usługa najmu polegająca na przekazaniu do użytkowania pojazdu na okres od 6 do 24 miesięcy. Ryzyko wartości rezydualnej ponosi klient.

Rejestracje nowych samochodów osobowych

Według Polskiego Związku Przemysłu Motoryzacyjnego, w 2014 roku zarejestrowano 327 219 nowych samochodów osobowych. Oznacza to wzrost liczby rejestracji samochodów osobowych o 12,9% R/R. Tak duży roczny wzrost przekłada się na 3-letni CAGR na poziomie 5,7% (w latach 2012-13 dynamiki nowych rejestracji wyniosły odpowiednio -1,7% oraz 6,3%). Według danych PZPM pięcioma najchętniej kupowanymi markami 2014 roku były: Skoda (13,2% sprzedaży), Volkswagen (9,5%), Toyota (9,4%), Opel (8,1%) oraz Ford (7,1%), zaś największy wzrost sprzedaży odnotowały: Seat (+142,8% sprzedaż R/R), Mazda (+76,7%), Opel (+40%), Toyota (+30,8%) oraz Audi na równi z BMW (+23%). Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem gospodarczym oraz oczekiwanym umocnieniem PLN do EUR dynamika sprzedaży samochodów w Polsce pozostanie w pozytywnym trendzie.

Rejestracje samochodów osobowych w Polsce

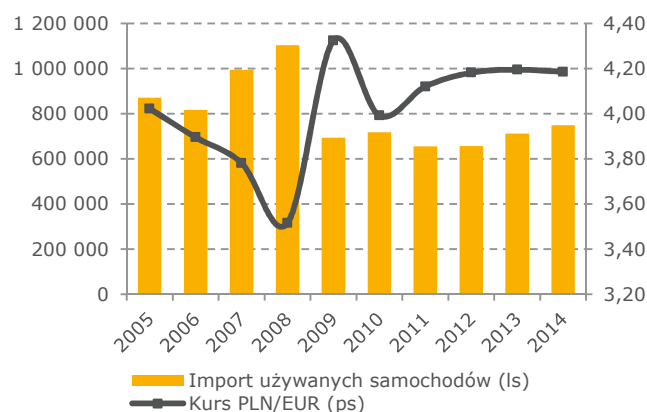


Źródło: PZPM, Dom Maklerski mBanku

Import używanych samochodów osobowych

W 2014 roku do Polski trafiło 748 863 używanych samochodów osobowych z importu, co przekłada się na 5,2% wzrostu R/R. W przeciągu ostatnich 3 lat na wskaźniku CAGR import używanych samochodów osobowych do Polski wzrósł o 4,5%. W strukturze wieku używanych samochodów importowanych nadal większość stanowią samochody powyżej 10 lat (50,8%), a następnie samochody w przedziale od 4 do 10 lat (41,5%). Najchętniej importowanymi markami w 2014 roku były Volkswagen (110 tys. szt.), Opel (84 tys. szt.), Audi (66 tys. szt.) oraz Ford i Renault (po 55 tys. szt. każda).

Import używanych samochodów osobowych

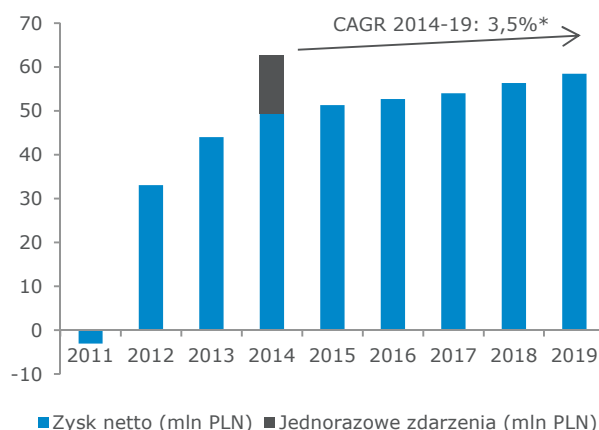


Źródło: PZPM, Dom Maklerski mBanku

Wyniki i prognozy

Wyniki Grupy Masterlease konsekwentnie poprawiają się od 4 lat. Po stracie netto na poziomie 3,1 mln PLN w 2011, Grupa Masterlease odnotowała stromy wzrost zysku netto do poziomu 33,0 mln PLN w 2012 roku, a następnie do 62,6 mln PLN w 2014 roku (49,3 mln PLN bez zdarzeń jednorazowych). Dla osiągnięcia rentowności kluczowe dla Grupy było ograniczenie kosztów napraw i serwisu (-4,7% R/R) w 2012 oraz zmiana struktury finansowania. W 2012 roku Grupa zastąpiła finansowanie obligacjami na kredyty bankowe, co miało pozytywny wpływ na koszty odsetkowe, które spadły o 27,4% na 3-letnim wskaźniku CAGR (2011-14). Dodatkowo wykorzystując efekty skali, Grupa Masterlease wspiera wyniki przez rosnące marże serwisowe (+53,8% na 2011-14 CAGR), marże ubezpieczeniowe (+48,8 na 2011-14 CAGR) czy marże na remarketingu (ze straty 2 mln PLN w 2011 do zysku na poziomie 9,8 mln PLN w 2014). Oczekujemy, iż zysk netto Grupy Masterlease wzrośnie o 3,9% w 2015 roku (bez zdarzeń jednorazowych) oraz 2,7% w 2016. Uważamy, iż Grupa ma potencjał do dalszej poprawy wyników, szczególnie dzięki wzrostowi floty, który powinien zrekomensować presję na marżę w przychodach z tytułu leasingu finansowego oraz operacyjnego.

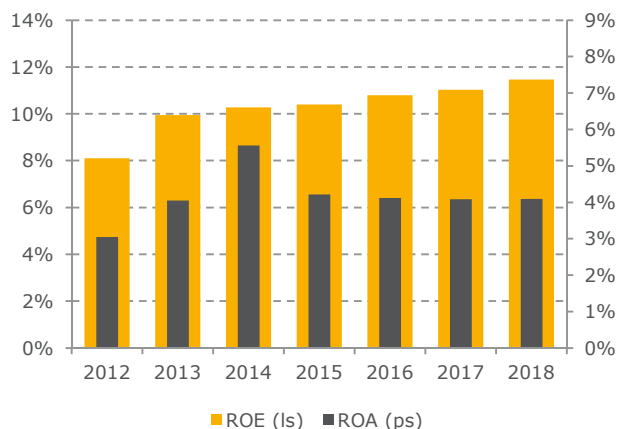
Zysk netto (mln PLN)



Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku
*Bez zdarzeń jednorazowych

Wraz ze wzrastającym zyskiem netto, wskaźnik ROE poprawił się z 8,1% w 2012 roku do 10,3% na koniec 2014 (bez zdarzeń jednorazowych). W tym samym czasie wskaźnik ROA wzrósł z poziomu 3,0% do 4,4%. Zakładając wzrost zysku netto przez następne 5 lat na poziomie 3,5% (CAGR, bez zdarzeń jednorazowych) oraz utrzymując wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 100% w latach 2015-19, oczekujemy iż ROE wzrośnie w omawianym okresie do poziomu 11,8%.

ROE vs. ROA (%)

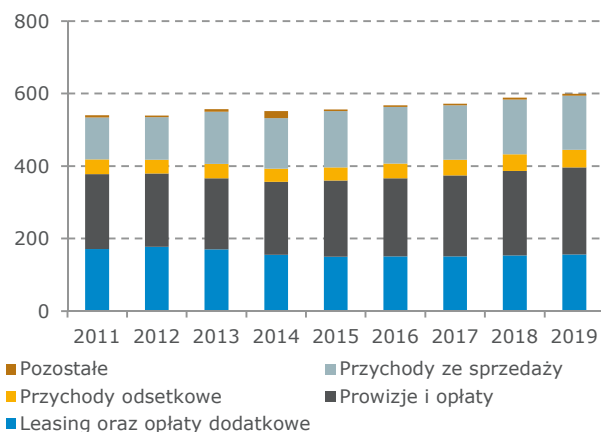


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Przychody

Przychody Grupy Masterlease spadły o 0,9% w 2014 roku, ale w przeciągu ostatnich 3 lat wzrosły o 1% (CAGR). Przychody w Grupie są głównie determinowane przez przychody z tytułu leasingu (28,1%), przychody z tytułu prowizji i opłat (36,5%) oraz przychody ze zbycia przedmiotów poleasingowych (25,2%). Niemniej jednak, za wzrost przychodów w przeciągu ostatnich 3 lat głównie odpowiedzialne były przychody ze sprzedaży przedmiotów poleasingowych (2011-14 CAGR na poziomie 6,5%). Oczekujemy iż przychody w 2015 roku wzrosną o 0,7% ze względu na wzrost prowizji i opłat (+4,4% R/R) oraz w efekcie wzrostu przychodów ze sprzedaży samochodów używanych (+11,4% R/R). Oczekujemy, iż 5-letni CAGR (2014-19) przychodów wyniesie 1,6%.

Przychody (mln PLN)



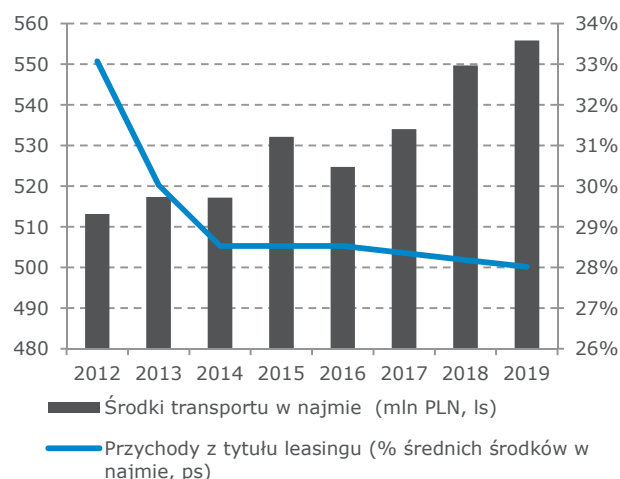
Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych (leasing operacyjny)

Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych spadły o 8,9% R/R w 2014 oraz w przeciągu ostatnich 3 lat o 3,3% na wskaźniku CAGR. Przez ostatnie trzy lata marża (do średnich środków transportu w najmie) spadła z wysokiego poziomu 35,0% do 30,0%. Uważamy, iż za spadek marży odpowiedzialna jest głównie rosnąca konkurencja na rynku leasingu operacyjnego. W 2014 roku środki transportu w najmie pozostały na niezmiennym poziomie względem roku 2013. Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem gospodarczym oraz postępującą popularnością leasingu operacyjnego tempo wzrostu środków transportu

w najmie przyspieszy do 2,9% w 2015 roku, a przez kolejne 5 lat będzie rosła w średnio rocznym tempie 1,5% (CAGR). W tym samym czasie oczekujemy, iż marża (do średnich środków transportu w najmie) osiągnięta przez Grupę Masterlease będzie znajdowała się pod dalszą presją. Uważamy, iż wzrost floty oraz dalsza presja na marżę spowodują, iż przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych pozostaną na stabilnym poziomie przez kolejne 5 lat (CAGR).

Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych

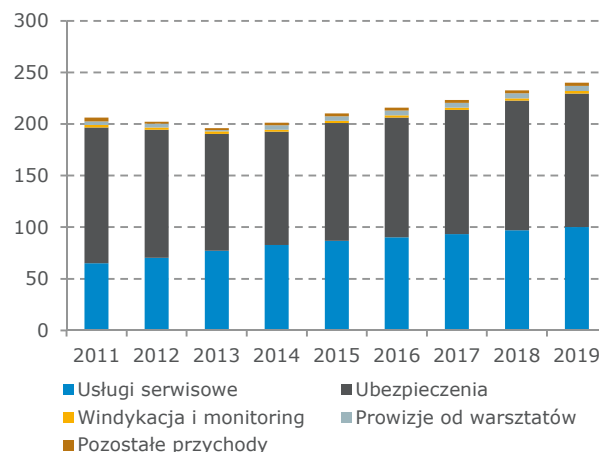


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Przychody z tytułu prowizji i opłat

Przychody z tytułu prowizji i opłat wzrosły w 2014 roku o 2,7% R/R, ale spadły o 0,8% w przeciągu ostatnich 3 lat (CAGR). Za 96% prowizji i opłat odpowiadają usługi serwisowe oraz ubezpieczenia. Za wzrost wyniku w 2014 roku w głównej mierze odpowiedzialne są prowizje z tytułu usług serwisowych (+6,9% R/R) oraz prowizje od warsztatów (+191% R/R). Wzrost został częściowo zneutralizowany przez spadek opłat z tytułu ubezpieczeń (-2,8% R/R). Jednocześnie spadek kosztów ubezpieczeń w 2014 roku nie zrekomensował spadku przychodów przez co wynik netto na ubezpieczeniach spadł w roku o 7,6% R/R. Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem floty, szczególnie w segmentach FSL, semi-FSL oraz FM, wynik z tytułu prowizji i opłat powinien zanotować dalszą poprawę w kolejnych latach ze wzrostem na poziomie 4,4% w 2015, 2,6% w 2016 oraz 3,5% w 2017 roku.

Prowizje i opłaty (mln PLN)

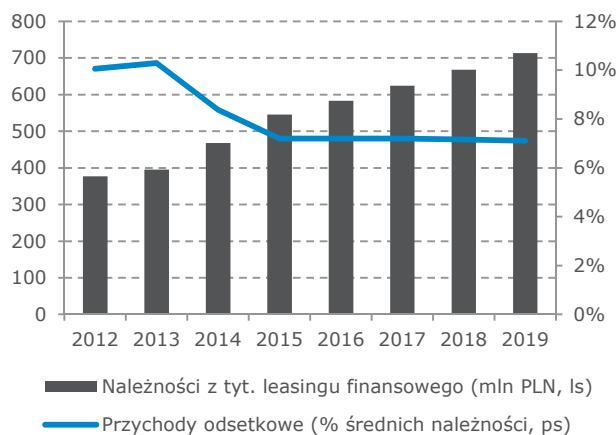


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Przychody odsetkowe (leasing)

Przychody odsetkowe spadły w 2014 roku o 9,0% oraz o 3,6% na 3-letnim wskaźniku CAGR (2011-14). Jednocześnie należności z tytułu leasingu finansowego przez ostatnie 3 lata rosły w średniorocznym tempie 8,0% (CAGR). Wskazuje to na znaczącą presję na marżę (do średnich należności leasingowych brutto), która miała miejsce szczególnie w 2014 roku. Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem gospodarczym szacowanym przez nas na poziomie 3,5% w 2015 oraz w 2016 roku, coraz więcej przedsiębiorstw poczyni inwestycje związane z modernizacją oraz rozszerzeniem swojej floty, co przełoży się na średnioroczny 5-letni wzrost należności z tytułu leasingu finansowego na poziomie 8,8%. Uważamy, iż pomimo dalszej presji na marżę w segmencie (do średnich należności brutto) oczekujemy, iż przychody odsetkowe będą rosły średniorocznie o 5,7% w przeciągu kolejnych 5 lat ze względu na znaczący wzrost wolumenów.

Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych

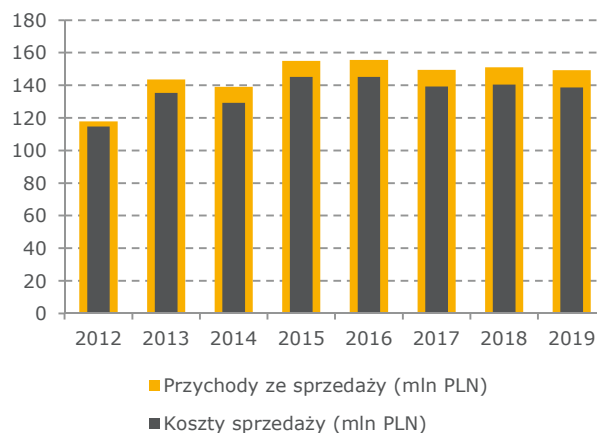


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wynik na sprzedaży samochodów używanych

Wynik netto na sprzedaży używanych samochodów Grupy Masterlease w 2014 roku wyniósł 9,8 młn PLN (+17,8% R/R). Grupa skutecznie poprawia wyniki na sprzedaży poczynając od straty na sprzedaży netto w wysokości 2,1 młn PLN w 2011 przez zysk 3,1 młn PLN w 2012 roku oraz 8,3 młn PLN w 2013 roku. Przychody oraz koszty osiągnięte ze sprzedaży w dużej mierze zależą od ilości sprzedanych samochodów w danym roku jak i kanałów dystrybucji. W 2014 roku Grupa Masterlease sprzedała 2 964 samochodów wobec 3 100 w 2013 oraz 2 940 w 2012. Wzrost zysku na samochód to skutek zmiany modelu podejścia do sprzedaży używanych samochodów z kanałów hurtowych do detalicznych, np. strona internetowa Master1.pl. Dodatkowo, Grupa ogranicza koszty sprzedaży poprzez nowe programy przygotowania samochodów do sprzedaży „SMART” oraz „SPOT repair”. Program „SMART” (Small to Medium Area Repair Technology) oraz „SPOT repair” to technologie punktowych napraw blacharsko-lakierniczych bez konieczności demontażu naprawianych elementów. Niekorzystnie na sprzedaż floty działa głównie import samochodów używanych, który zwykle przyspiesza przy umocnieniu PLN wobec EUR. Zakładając stosunkowo stabilny poziom samochodów wystawionych na sprzedaż przez kolejnych 5 lat (3,1-3,3 tys.) oraz dalszej migracji z kanałów hurtowych do detalicznych, oczekujemy iż zysk na remarketingu będzie rósł w średniorocznym tempie 2% przez kolejne 5 lat.

Przychody i koszty sprzedaży samochodów (młn PLN)

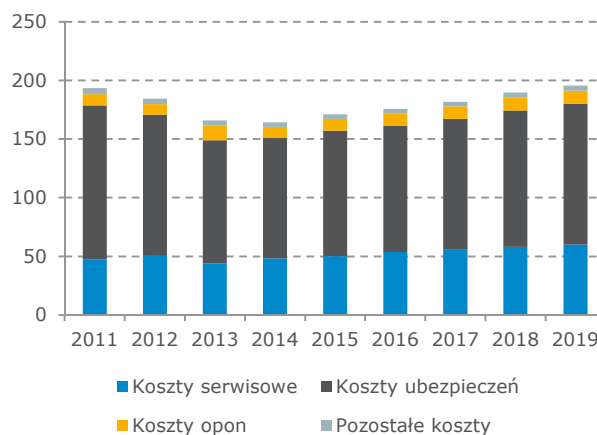


Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Koszty napraw i serwisu

Koszty napraw i serwisu spadły w 2014 roku o 1,1%, a przez ostatnie 3 lata o 5,3% (CAGR). Spadek kosztów w roku 2014 to przede wszystkim zasługa ograniczenia kosztów ubezpieczeń (-2,4%) oraz serwisu opon (-24,0%). Aby bardziej efektywnie zarządzać kosztami ubezpieczeń Grupa Masterlease wprowadziła własny fundusz naprawy pojazdów, który na koniec 2014 roku obejmował 3,8% floty (5,6% na koniec 2013 roku). Ponadto, Grupa ograniczyła koszty naprawy pojazdów wykorzystując efekt skali, negocjując lepsze stawki z zakładami naprawczymi. Grupa Masterlease w przyszłości planuje także szersze wykorzystanie nieautoryzowanych stacji obsługi pojazdów, co dodatkowo powinno wspomóc bazę kosztową. Niemniej jednak, wraz z napływem nowej floty oraz postępującej substytucji leasingu przez leasing operacyjny oczekujemy, iż koszty napraw i serwisu wzrosną o 4,2% w 2015, 2,7% w 2016 oraz 3,5% w 2017.

Koszty napraw i serwisów (młn PLN)



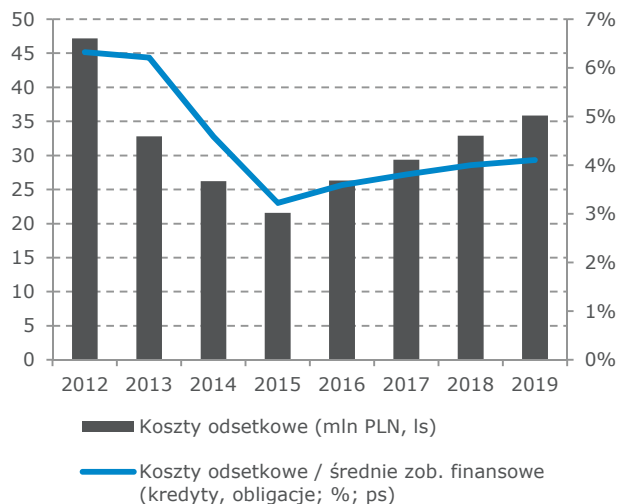
Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Koszty odsetkowe

W 2012 roku Grupa zastąpiła finansowanie obligacjami na kredyty bankowe, co miało pozytywny wpływ na koszty odsetkowe, które spadły o 27,4% na 3-letnim wskaźniku CAGR (2011-14). Wraz ze wzrostem wypłaty dywidendy do 100%, a także samej floty oczekujemy, iż zobowiązania finansowe (w tym głównie kredyty i pożyczki) wzrosną w

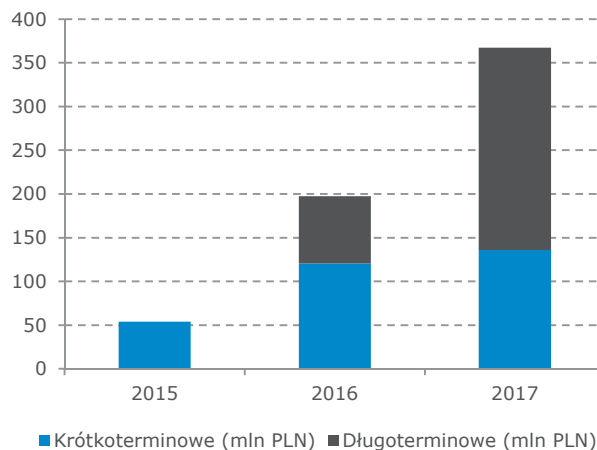
przebiegu następnych 5 lat średniorocznie o 7,7% (CAGR). Jednocześnie, według prognoz Bloomberg średni 1-miesięczny WIBOR w omawianym okresie powinien wzrosnąć o około 100 p.b. Oczekujemy, iż ww. czynniki przełożą się na średnioroczny wzrost kosztów odsetkowych o 6,5% w przebiegu kolejnych 5 lat.

Koszty odsetkowe



Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Zapadalność finansowania (mln PLN)



Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	540,04	539,49	557,04	552,07	555,92	567,25	571,94	588,50
Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych	171,66	177,12	170,42	155,33	149,67	150,75	151,02	153,65
Przychody z tytułu prowizji i opłat	206,26	202,25	196,10	201,48	210,40	215,82	223,38	232,80
Przychody odsetkowe	40,40	37,77	39,75	36,18	36,47	40,63	43,47	46,27
Pozostałe przychody finansowe	4,63	2,55	0,84	0,54	0,54	0,61	0,65	0,69
Przychody ze zbycia przedmiotów poleasingowych	115,28	117,81	143,60	139,10	155,01	155,57	149,50	151,11
Pozostałe przychody operacyjne	1,80	1,98	6,33	19,44	3,82	3,87	3,93	3,98
Koszty	535,39	496,49	497,92	476,25	490,61	500,16	503,19	516,73
Koszty napraw i serwisów przedmiotów leasingu	193,48	184,32	165,93	164,18	171,00	175,61	181,78	189,53
Amortyzacja przedmiotów leasingu operacyjnego	110,13	112,22	122,82	114,61	114,84	114,84	114,24	115,32
Koszty ogólnego zarządu	31,11	31,94	34,80	36,98	36,64	36,81	36,98	36,98
Koszty odsetkowe	68,62	47,18	32,81	26,21	21,57	26,31	29,37	32,87
Pozostałe koszty finansowe	5,30	3,92	2,14	1,41	1,48	1,48	1,48	1,48
Koszty zbycia przedmiotów poleasingowych	117,35	114,71	135,29	129,32	145,07	145,11	139,33	140,54
Pozostałe koszty operacyjne	9,40	2,20	4,13	3,53	3,70	3,70	3,70	3,70
Zysk (strata) brutto	4,65	43,00	59,12	75,82	65,32	67,09	68,75	71,76
Podatek dochodowy	-7,73	-9,95	-15,13	-13,17	-14,04	-14,42	-14,78	-15,43
Zysk (strata) netto	-3,09	33,05	43,99	62,65	51,27	52,66	53,97	56,33

Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Bilans

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,1	16,4	6,7	12,8	13,4	14,1	14,8	15,5
Należności z tytułu leasingu finansowego	359,3	361,5	380,1	453,0	527,7	564,7	604,2	646,1
Zapasy	17,7	17,5	35,1	32,6	32,6	33,6	35,3	37,1
Wartości niematerialne	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	529,6	543,2	526,0	526,1	540,7	532,8	541,5	556,5
Pochodne instrumenty finansowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa	154,2	150,8	134,2	146,5	148,0	149,4	150,9	152,4
Aktywa ogółem	1 081,2	1 089,6	1 082,2	1 171,1	1 262,5	1 294,8	1 346,8	1 407,7
Obligacje, pożyczki i kredyty	577,0	534,4	521,9	618,9	718,8	746,6	794,3	849,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	34,5	64,0	44,7	29,6	31,0	32,6	34,2	35,9
Rezerwy	44,4	35,1	25,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Pozostałe pasywa	32,6	33,5	28,0	22,4	23,9	25,4	26,9	28,4
Zobowiązania ogółem	688,6	667,0	620,1	672,3	775,2	806,1	856,8	915,3
Kapitały własne	392,6	422,6	462,1	498,7	487,3	488,7	490,0	492,4
Pasywa ogółem	1 081,2	1 089,6	1 082,2	1 171,1	1 262,5	1 294,8	1 346,8	1 407,7

Źródło: Grupa Masterlease, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Wzrost (%)								
Należności z tytułu leasingu finansowego		0,6%	5,1%	19,2%	16,5%	7,0%	7,0%	6,9%
Dług		-7,4%	-2,3%	18,6%	16,2%	3,9%	6,4%	7,0%
Aktywa ogółem		0,8%	-0,7%	8,2%	7,8%	2,6%	4,0%	4,5%
Przychody		-0,1%	3,3%	-0,9%	0,7%	2,0%	0,8%	2,9%
Koszty		-7,3%	0,3%	-4,4%	3,0%	1,9%	0,6%	2,7%
Zysk netto		-	33,1%	42,4%	-18,2%	2,7%	2,5%	4,4%
Marże (mln PLN)								
Marża finansowa*	-23,6	-6,9	7,8	10,5	15,4	14,9	14,8	14,1
Marża serwisowa	6,5	9,6	19,4	23,5	25,0	24,8	25,7	26,7
Marża na ubezpieczeniach	3,5	7,3	9,5	11,7	12,0	13,0	13,5	13,9
Marża na pozostałych usługach	2,8	1,0	1,3	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
Wskaźniki (%)								
ROE	-	8,1%	9,9%	10,3%	10,4%	10,8%	11,0%	11,5%
ROA	-	3,0%	4,1%	5,6%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,4%	49,0%	48,2%	52,8%	56,9%	57,7%	59,0%	60,3%
Wskaźnik D/E (x)	1,5	1,3	1,1	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7
Przychody z leasingu / średnie środki transportu w najmie	35,0%	34,3%	33,1%	30,0%	28,5%	28,5%	28,5%	28,4%
Przychody odsetkowe / średnie należności	10,0%	10,1%	10,3%	8,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
P/E (x)	-	18,7	14,1	9,9	12,1	11,8	11,5	11,0
P/BV (x)	1,6	1,5	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Dividend Yield (%)	-	0,5%	0,7%	4,2%	10,1%	8,3%	8,5%	8,7%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

*(przychody odsetkowe + pozostałe przychody finansowe) - koszty odsetkowe

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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 zastosowanych w opracowaniu:

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.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych dywidend – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Prime Car Management S.A. (Grupa Masterlease).

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl