

Marvipol

Omówienie wyników kwartalnych

15 listopada 2016

3Q16 powyżej oczekiwań

- **W 3Q16 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 312.9m** (+186% r/r, 3% powyżej naszych oczekiwań). W 3Q16 spółka przekazała 386 lokali (vs. 39 rok wcześniej), z czego 368 lokali zlokalizowane było w projekcie Central Park Ursynów lb. W rezultacie przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 135.4m, co implikuje przeciętną wartość przekazanego mieszkania na poziomie PLN 350tys. Z kolei segment motoryzacyjny wygenerował przychody w wysokości PLN 172.2m (vs. PLN 84.1m rok wcześniej), co przy wolumenie 554 aut JLR implikuje przeciętną wartość sprzedanego auta w wysokości PLN 311tys. (vs. ok. PLN 304tys. rok wcześniej). Przychody z segmentu najmy wyniosły PLN 1.3m (vs. PLN 1.9m rok wcześniej).
- Marża brutto ze sprzedaży segmentu deweloperskiego wyniosła 23% (zgodnie z naszymi oczekiwaniami). Przypominamy, że najistotniejszy udział w wynikach spółki miał projekt CPU, gdzie marża brutto ze sprzedaży kształtuje się na poziomie ok. 25%, podczas gdy rentowność projektu Hill Park (4 mieszkania przekazane w 3Q16) wyniosła -39%.
- **Zysk operacyjny wyniósł PLN 39.6m** (vs. PLN 1.9m rok wcześniej, 15% powyżej naszych oczekiwań). Ze względu na wysoki wolumen przekazania oraz wysoką rentowność brutto ze sprzedaży segment mieszkaniowy wygenerował zysk operacyjny PLN 21.1m (marża operacyjna 15.6%), zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Z kolei segment motoryzacyjny wygenerował zysk operacyjny PLN 18.7m (marża 10.9%), w porównaniu do naszej prognozy PLN 12.0m. Pozytywny wpływ na wysoką rentowność segmentu motoryzacyjnego miało zwiększenie udziału w sprzedaży dilerów z grupy Marvipol (44% w 9M16, vs 35% w 2015r).
- Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 7.3m **spółka zaraportowała zysk netto PLN 27.9m** (14% powyżej naszych oczekiwań oraz 22% powyżej kons.).
- Na koniec 3Q16 spółka posiadała zadłużenie netto w wysokości PLN 105.7m (vs. PLN 98.7m na koniec 4Q15), co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.29x.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN -17.7m (vs. PLN 10.6m rok wcześniej).

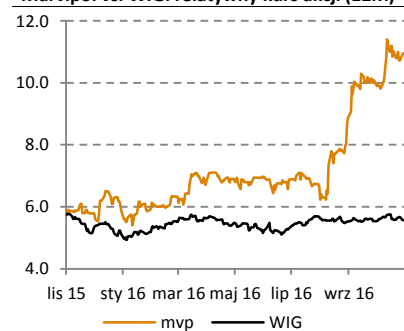
Podstawowe informacje

12M cena docelowa (PLN)	11.4
Cena bieżąca (PLN)	10.95
Min (52T)	5.1
Max (52T)	8.0
Kapitalizacja (PLNm)	455

Akcjonariat

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

Marvipol vs. WIG: relatywny kurs akcji (12M)



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Tabela 1. Marvipol: Wybrane dane, 2014-18p*

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	772.1	742.3	877.2
EBITDA (PLNm)	76.3	48.6	57.3	49.3	69.7
EBIT (PLNm)	74.1	46.4	54.9	46.0	66.5
Zysk netto (PLNm)	47.9	32.3	35.3	29.3	47.1
P/E (x)	9.5	14.1	12.9	15.6	9.7
EV/EBITDA (x)	8.5	11.4	8.4	10.0	7.0
P/BV (x)	1.55	1.40	1.29	1.25	1.17

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, * uwzględniając działalność zaniechaną w latach 2014-15

Marek Szymański
(+48) 22 378 9217
Marek.Szymanski@vestor.pl

Tabela 2. Marvipol – Skonsolidowane wyniki, 3Q15-3Q16*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	%, r/r	3Q16p	%, r/r	3Q16 kons.	vs. kons. %
Przedsprzedaż mieszkań	168	170	169	122	129	-23%	129	0%	-	-
Przekazania mieszkań	39	446	74	34	386	890%	385	0%	-	-
Sprzedaż samochodów	277	335	454	549	554	100%	554	0%	-	-
Przychody	109.4	281.0	170.8	191.8	312.9	186%	304.7	3%	290.2	8%
EBITDA	2.4	29.3	13.1	18.5	40.2	1559%	34.9	15%	33.9	19%
EBIT	1.9	28.7	12.6	17.9	39.6	2010%	34.3	15%	32.8	21%
Zysk netto	-0.4	26.0	8.5	10.9	27.9	-6614%	24.6	14%	23.0	22%
<i>Marża operacyjna</i>	1.7%	10.2%	7.4%	9.4%	12.7%	-	11.3%	-	-	-
<i>segment mieszkaniowy</i>	-20.3%	11.3%	10.4%	-10.9%	15.6%	-	16.8%	-	-	-
<i>segment motoryzacyjny</i>	5.9%	2.4%	5.9%	10.0%	10.9%	-	7.0%	-	-	-
Dług netto	107.8	98.7	44.0	45.8	105.7	-	-	-	-	-
Dług netto/kapitały własne	0.35	0.30	0.13	0.13	0.29	-	-	-	-	-

Źródło: Dane spółki, Vestor DM, * Wyniki za 3Q-4Q15 uwzględniają działalność zaniechaną

- Komentarz Vestor DM:** Pozytywnie oceniamy wyniki spółki w 3Q16. Zwracamy uwagę, że wyniki spółki w segmencie mieszkaniowym były zgodne z naszymi oczekiwaniami, jednak w segmencie motoryzacyjnym spółka pozytywnie zaskoczyła rentownością operacyjną (10.9%, vs. nasze założenie 7%). Jednocześnie pozytywnie oceniamy perspektywy spółki na kolejne kwartały. W segmencie motoryzacyjnym w okresie 10M16 spółka sprzedała 1,723 auta JLR (vs. nasza całoroczna prognoza 1,706 aut). W rezultacie oczekujemy, że również w 4Q16 spółka zaraportuje mocne wyniki tego segmentu. Jednocześnie wsparcie dla wyników segmentu motoryzacyjnego w 3Q16 będzie mieć m.in. premiera nowego Land Rover Discovery (1Q/2Q2017) oraz rozwój segmentu usług serwisowych i sprzedaży części zamiennych. Z kolei w segmencie deweloperskim oczekujemy, że w skali całego roku spółka przekaze ok. 550 lokali (494 lokale przekazane w 9M16). Na koniec 3Q16 spółka posiadała 381 lokali sprzedanych, ale nieprzekazanych (o wartości PLN 125m), jednak większość dotyczy projektów, których zakończenie planowane jest najwcześniej w 2017r. Spółka podtrzymuje cel przedsprzedaży ok. 600 lokali w 2016r. (nasza prognoza 666 lokali). Jednocześnie przypominamy, że spółka jest w trakcie procesu sprzedaży nieruchomości Panattoni Park Warsaw (na chwile obecną blisko 82% powierzchni zostało skomercjalizowane) oraz podpisała list intencyjny dotyczący sprzedaży budynku Prosta Tower (spółka oczekuje podpisania umowy przedwstępnej w 4Q16). Zwracamy uwagę, że w okresie 9M16 spółka zaraportowała zysk netto PLN 47.3m. W tym świetle dostrzegamy potencjał do weryfikacji naszych prognoz (nasza obecna prognoza z dnia 26.08.2016 zakładała zysk netto PLN 35.3m w całym 2016p).

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazane obywatelowi lub rezydentowi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Australii lub Japonii, tj. krajów gdzie jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Jego dystrybucja może być ograniczona przez prawo również w innych krajach. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI ANI OFERTY ANI ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU DOWOLNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE POWINIEN BYĆ TRAKTOWANY JAKO OFERTA SPRZEDAŻY LUB ZAKUPU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. TEN DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY I ZAPREZENTOWANY WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB DALEJ DYSTRYBUOWANY JAKIKOLWIEK OSOBOM TRZECIM.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom instytucjonalnym oraz profesjonalnym w rozumieniu wyżej wymienionych regulacji, jak również innym inwestorom kwalifikowanym uprawnionym do otrzymywania rekomendacji, analiz i raportów w oparciu o umowę o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są podmiotami profesjonalnymi lub inwestorami instytucjonalnymi, będący klientami Vestor, powinni uzyskać poradę od ich własnego doradcy finansowego przed podjęciem jakichkolwiek decyzji na podstawie tego materiału w celu uzyskania niezbędnego wyjaśnienia jego treści.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej ani podatkowej ani zapewnienia, że jakkolwiek inwestycja lub strategia w nim zawarta jest odpowiednia lub adekwatna w określonych okolicznościach lub stanowi osobistą rekomendację dla odbiorcy. Vestor nie świadczy usług doradztwa w zakresie konsekwencji podatkowych działalności inwestycyjnej, w związku z czym adresat materiału powinien skontaktować się z doradcą podatkowym przed podjęciem decyzji inwestycyjnej na jego podstawie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców materiału, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Jeżeli niniejszy materiał jest dystrybuowany przez podmiot inny niż Vestor lub podmioty powiązane, podmiot ten jest wyłącznym odpowiedzialny za dystrybucję. Klienci tego podmiotu powinni skontaktować się z tym podmiotem w celu uzyskania dalszych informacji. Poprzez udostępnienie niniejszego materiału Vestor nie świadczy porady inwestycyjnej na rzecz klientów takiego podmiotu dystrybuującego. Ani Vestor, jego podmioty powiązane, zarząd, dyrektorzy, czy pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności za szkodę lub utracone korzyści powstałe na skutek takiego wykorzystania niniejszego materiału.

Wszelkie opinie, prognozy i zawarte tu szacunki odzwierciedlają naszą ocenę w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego dokumentu. Niniejsza analiza stosownych spółek i papierów wartościowych jest oparta na osobistych opiniach analityków o wspomnianych spółkach oraz papierach wartościowych. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

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

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

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

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

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

Copyright © 2016 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.