

środa, 2 września 2015 | aktualizacja raportu

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

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

Poprawa wyników na horyzoncie

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) jednocześnie obniżając 9-miesięczną ceną docelową do poziomu 53,60 PLN na akcję. Obniżamy nasze oczekiwania co do zysku netto o 17,3% na rok obecny oraz o 12,1% na 2016, co pozycjonuje nasze prognozy o 13% poniżej średnich oczekiwań rynkowych zarówno na 2015 jak i 2016 rok. Uważamy, iż obniżka konsensusu jest nieunikniona ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki za 1H'15, które stanowiły zaledwie 43% prognozy rynkowej. Niemniej jednak, na wskaźniku 2015P P/E 12,1x oraz 2016P P/E 11,1x Grupa Masterlease notowana jest z odpowiednio 7% oraz 3% dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield na poziomie 8%-11%), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,6x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Najlepsza dywidenda

Grupę Masterlease charakteryzuje konserwatywne podejście do bilansu ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 59% oraz długiem do kapitałów własnych na poziomie 1,6x na koniec 2Q'15 (wobec kowenant na poziomie 3,5x). Oczekujemy, iż Grupa Masterlease będzie utrzymywać 100% współczynnik wypłaty dywidendy co najmniej przez kolejne 10 lat (dividend yield w przedziale 8-11%), co czyni spółkę bezkonkurencyjną wśród spółek finansowych (prognozowane DY WIG Banki na poziomie 4,3%).

Rewizja prognoz nieunikniona

W 1H'15 roku PCM zarobił 21,1 mln PLN, co stanowi 43,4% rynkowej prognozy rocznej (wg Bloomberg). Obniżamy naszą prognozę na przychody w 2015 roku o 0,9% jednocześnie podwyższając koszty o 1,3%, co w efekcie obniża naszą prognozę na zysk netto o 16,3% do poziomu 42,4 mln PLN. Nasza prognoza znajduje się 13% poniżej konsensusu na lata 2015-16, którego obniżka naszym zdaniem jest nieunikniona.

Odbicie marży coraz bliżej

Presja na marże utrzymuje się od ponad roku i widoczna jest zarówno w leasingu operacyjnym (-485p.b. od 2Q'14; do śr. transportu w najmie) jak i w leasingu finansowym (-236p.b. od 2Q'14; do śr. należności). Winą za tak wysoką presję zarząd PCM obarcza obniżki stóp procentowych oraz silną konkurencję rynkową. Uważamy, iż odbudowie marży w leasingu operacyjnym sprzyjać będzie przejęcie Leaseplan (największego gracza na rynku) przez fundusze private equity (finalizacja do końca 2015 r.), które skoncentrują się na ROE biznesu a nie wolumenach, a w leasingu finansowym dostosowanie cen do stawek rynkowych przez Getin Leasing zapowiadane przez Zarząd (koniec benefitu podatkowego w 10.2015 r.). Pozytywnie na wyniki powinna wpłynąć także stabilizacja środowiska stóp procentowych w Polsce. Na 3-letnim wskaźniku CAGR (2014-17) oczekujemy, iż przychody z tytułu leasingu wzrosną o 0,8%, zaś przychody odsetkowe o 9,3%, wspierane również przez rosnącą flotę samochodów.

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody z leasingu	170,4	155,3	143,8	151,4	159,2
Prowizje i opłaty	196,1	201,5	202,1	213,7	219,9
Przychody ogółem	557,0	552,1	550,7	577,5	589,0
Koszty ogółem	-497,9	-476,2	-496,8	-518,6	-530,0
Zysk netto	44,0	62,6	42,4	46,3	46,3
Wielkość floty*	22 285	23 032	26 046	28 149	29 463
ROE	9,9%	10,3%	8,7%	9,6%	9,6%
P/E (x)	11,6	8,2	12,1	11,1	11,1
P/BV (x)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
DYield	0,9%	5,1%	12,2%	8,3%	9,0%

*będącej własnością Grupy

Cena bieżąca	43,01 PLN
Cena docelowa	53,60 PLN
Kapitalizacja	512 mln PLN
Free float	512 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,52 mln PLN

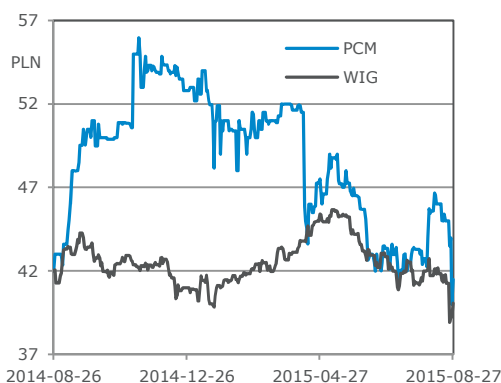
Struktura akcjonariatu

Aviva OFE	9,99%
Nordea OFE	8,33%
ING OFE	8,00%
ING TFI	7,84%
Pioneer TFI	7,27%
Templeton AM	7,02%
Aviva TFI	5,17%
Pozostali	46,37%

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 25 113 samochodów Grupa posiada 24 303 samochodów, a 810 znajduje się pod zarządzaniem. Dodatkowo, flota Grupy Masterlease to w 70% samochody w usłudze FSL oraz semi-FSL, a w 30% leasing (według wewnętrznego podziału).

Kurs akcji PCM na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PCM	53,60	65,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PCM	43,01	53,60	+24,62%

Analityk:

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

Podsumowanie wyników

Masterlease (PCM) w 2Q'15 osiągnął zysk netto na poziomie 9,6 mln PLN, co oznacza spadek 16,4% Q/Q oraz 64,4% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 11,3 mln PLN oraz naszej prognozy na poziomie 11,4 mln PLN. W 2Q'15 flota samochodów wzrosła o 3,6% Q/Q oraz 8,3% R/R do poziomu 24 303. W wynikach widoczna jest nadal presja na marżę zarówno w leasingu finansowym jak i operacyjnym. Pomimo wzrostu środków transportu w najmie w 2Q'15 o +0,9% Q/Q i należności z tytułu leasingu finansowego o 8,9% Q/Q, przychody związane z leasingiem operacyjnym spadły o 0,9% Q/Q, natomiast przychody odsetkowe wzrosły jedynie o 2,9% Q/Q. Oznacza to, że wskaźnik przychodów do średnich aktywów pracujących w przypadku leasingu operacyjnego obniżył się z poziomu 27,5% w 1Q'15 oraz 31,6% w 2Q'14 do 26,8% w przypadku leasingu operacyjnego oraz z 7,1% w 1Q'15 oraz 9,3% w 2Q'14 do 6,9% w 2Q'15 w przypadku leasingu finansowego. Jednocześnie, Masterlease pokazał poprawę wyniku na remarketingu z poziomu 4,0 mln PLN w 1Q'15 do 4,8 mln PLN w 2Q'15 oraz zaraportował lekki spadek na marży usługowej (-0,6 mln PLN Q/Q).

Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q'15

Zarząd PCM na konferencji po wynikach stwierdził, iż marża finansowa powinna się ustabilizować w 3Q'15. Pomocna w tym ma być coraz mniejsza presja na ceny ze strony konkurencji (Leaseplan, Getin Leasing) oraz płaskie środowisko stóp procentowych. Zarząd uważa, iż po przejęciu przez podmiot private equity, Leaseplan skoncentruje się bardziej na dochodowości niż wzroście wolumenów. Jednocześnie, obniżony poziom marży ma zostać zrekompensowany przez wyższe wolumeny dostaw. Zarząd uważa iż po wykonaniu 53% planu dostaw na 2015 rok (9 270 samochodów) jest możliwe, iż cel zostanie przekroczony, a przez co zbliży się do 10 000. Koszty na samochód w 2Q'15 wyniosły 136,1 PLN i zostały lekko podwyższone (0,5 mln PLN) przez marketing oraz ABB. Zarząd szacuje, że poziom kosztów na samochód w kolejnych kwartałach spadnie poniżej 135,0 PLN. Finalnie zarząd uważa, iż jest możliwe powtórzenie wyniku z 1H'15 (21,1 mln PLN) w 2H'15. Uważamy, iż prognoza zarządu co do stabilizacji marży finansowej w 3Q'15 może być zbyt optymistyczna. Niemniej jednak nasza prognoza wskazuje, iż powtórzenie wyniku netto z 1H'15 jest możliwe w 2H'15.

PCM: Podsumowanie wyników za 2Q'15

(mln PLN)				Zmiana (%)		Prognoza	
	2Q'14	1Q'15	2Q'15	R/R	Q/Q	mDM	Różnica
Przychody	151,1	134,1	137,5	-9,0	2,5	137,0	0,4
Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych	40,2	36,1	35,7	-11,2	-0,9	35,9	-0,4
Przychody z tytułu prowizji i opłat	51,4	49,9	49,4	-3,9	-0,9	53,1	-7,0
Przychody odsetkowe	9,0	8,5	8,7	-3,4	2,9	8,5	1,9
Pozostałe przychody finansowe	0,1	0,1	0,2	67,5	243,3	0,1	236,5
Przychody ze zbycia przedmiotów poleasingowych	34,1	37,6	42,2	23,8	12,3	38,6	9,2
Pozostałe przychody operacyjne	16,4	2,1	1,3	-92,2	-40,2	0,7	70,9
Koszty	120,7	119,5	125,1	3,7	4,7	122,4	2,2
Koszty napraw i serwisów przedmiotów leasingu	42,4	41,4	41,0	-3,4	-1,0	43,5	-5,9
Amortyzacja przedmiotów leasingu operacyjnego	28,4	27,0	28,4	-0,1	5,2	27,0	5,2
Koszty ogólnego zarządu	10,0	9,5	10,3	3,7	9,0	8,7	18,9
Koszty odsetkowe	7,5	5,9	7,2	-3,1	22,1	5,2	40,2
Pozostałe koszty finansowe	0,4	0,6	1,3	242,8	123,2	0,6	123,2
Koszty zbycia przedmiotów poleasingowych	32,8	33,6	37,4	13,9	11,3	35,9	4,0
Pozostałe koszty operacyjne	-0,7	1,6	-0,5	-36,2	n.m.	1,6	-130,3
Zysk / (strata) brutto	30,4	14,6	12,3	-59,4	-15,8	14,5	-15,0
Obciążenia z tytułu podatku dochodowego	-3,4	-3,1	-2,7	-20,1	-13,7	-3,1	-13,4
Zysk netto	27,0	11,5	9,6	-64,4	-16,4	11,4	-15,5

Źródło: Masterlease, Dom Maklerski mBanku

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. $[(\text{zwrot na TNAV} - \text{koszt kapitału}) \times \text{kapitał początkowy}]$. Poza różnicą pomiędzy ROE a

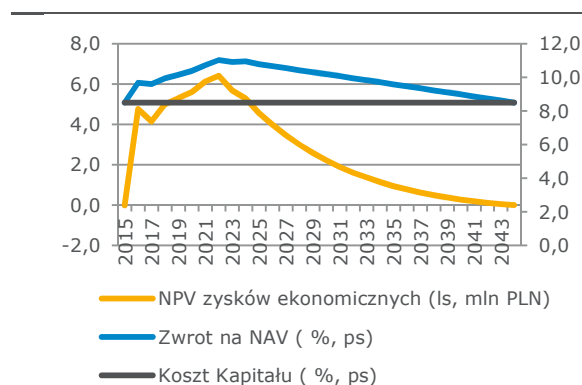
kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2015-24, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
KW (początek okresu)	498,7	478,4	482,3	482,3	484,0	485,2	486,4	488,2	489,9	489,5
Zysk netto	42,4	46,3	46,3	47,9	49,1	50,4	52,2	53,8	53,5	53,6
Dywidendy	-62,6	-42,4	-46,3	-46,3	-47,9	-49,1	-50,4	-52,2	-53,8	-53,5
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)	478,4	482,3	482,3	484,0	485,2	486,4	488,2	489,9	489,5	489,6
Zwrot na KW (początek okresu)	8,5	9,7	9,6	9,9	10,1	10,4	10,7	11,0	10,9	10,9
Koszt kapitału	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Spread	0,0	1,2	1,1	1,4	1,6	1,9	2,2	2,5	2,4	2,4
Zyski ekonomiczne	0,0	5,6	5,3	6,9	8,0	9,1	10,8	12,3	11,8	11,9
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	0,0	4,8	4,1	5,0	5,3	5,6	6,1	6,4	5,7	5,3

	(mln PLN)	%
Początkowy TNAV	498,7	86,5
Etap I (2015-2024)	48,3	8,4
Etap II (20-lat)	29,6	5,1
Wartość godziwa na 1/2015	576,6	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	31,8	
Obecna wartość godziwa	608,4	
Liczba akcji (mln szt.)	11,9	
Wycena na akcję (PLN)	51,1	
Koszt kapitału	8,5	
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	54,3	

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 1,6-3,0x. W Etapie II nasz model DDM jest

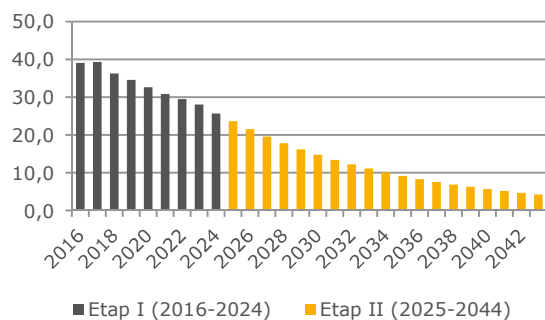
zintegrowany z modelem zysków ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Wartość rezydualna oparta jest na I-etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dywidendy	42,4	46,3	46,3	47,9	49,1	50,4	52,2	53,8	53,5
% wypłaty	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Czynnik dyskontujący	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,56	0,52	0,48
Zdyskontowane dywidendy	39,1	39,3	36,2	34,6	32,7	30,9	29,5	28,0	25,7

	(mln PLN)	%
PV Dywidend (Etap I: 2016-24)	295,9	51,3
PV Dywidend (Etap II: 2025-44)	222,4	38,6
PV wartości rezydualnej	58,1	10,1
Wartość godziwa na 7/2015	576,3	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	15,4	
Wartość godziwa	591,7	
Liczba akcji (mln szt.)	11,9	
Wycena na akcję (PLN)	49,7	
Koszt kapitału	8,5	
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	52,9	

Źródło: Dom Maklerski mBanku



■ Etap I (2016-2024) ■ Etap II (2025-2044)

Podsumowanie wyceny

	PLN / akcję	Waga
Zyski ekonomiczne	51,08	50%
DDM	49,69	50%
Średnia	50,39	
9-miesięczna cena docelowa	53,60	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Spółki porównywalne

Metoda porównawcza

	Zmiana ceny	Mcap (mln EUR)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)			DYield '15
	(1 rok, %)		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	
Leasing pojazdów												
Ryder System	-14,6	3 746	12,2	10,8	9,7	2,0	1,7	1,6	n.a.	n.a.	n.a.	1,9
Element Financial Corporation	33,6	3 315	18,8	11,8	9,3	1,5	1,3	1,1	8,8	12,0	13,3	n.a.
Imperial Holdings	-7,1	2 384	11,5	10,6	9,4	1,9	1,8	1,6	17,0	16,8	17,2	4,1
SG Fleet Group	59,4	434	17,4	15,6	13,9	4,5	4,2	3,7	28,8	28,7	28,8	n.m.
Group Lease	146,3	443	35,1	31,0	n.a.	3,4	3,4	n.a.	11,4	11,9	n.a.	1,3
Ratchthani Ltd.	-20,8	156	7,9	6,5	5,8	1,5	1,4	1,1	19,9	18,9	n.a.	7,1
Mediana			14,8	11,3	9,4	2,0	1,7	1,6				

Wypożyczalnie sprzętu oraz samochodów

Hertz	-40,5	7 014	22,8	14,6	n.a.	2,8	2,3	n.a.	13,4	18,7	n.a.	n.a.
Avis	-36,7	3 921	12,7	11,4	10,9	5,7	4,8	3,4	54,3	52,1	35,7	n.a.
Comfortdelgro	9,3	3 816	19,8	17,4	15,7	2,6	2,5	2,5	13,6	14,9	16,1	3,1
Century Tokyo Leasing Corp	15,4	2 852	10,9	10,2	9,5	1,4	1,2	1,1	13,4	12,2	12,2	1,8
Localiza	-45,7	1 090	11,5	11,1	10,0	2,5	2,2	2,1	22,1	20,8	21,3	5,0
Sixt	38,7	1 748	16,5	15,1	14,1	2,0	1,9	1,7	13,0	12,5	12,8	2,8
Northgate	-5,2	887	10,8	10,3	10,0	1,5	1,4	1,3	14,3	13,9	12,9	2,7
Cramo	30,2	792	13,2	11,4	10,4	1,6	1,5	1,4	11,9	12,9	13,1	3,5
Lavendon Group	-12,3	393	10,0	9,5	8,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,8
VP	14,4	404	15,6	13,6	12,8	2,4	2,3	2,0	16,9	17,8	16,7	2,1
Mediana			13,2	11,4	10,4	2,0	1,9	1,7				

Leasing pojazdów i wypożyczalnie (mediana)

13,0 11,4 10,0 2,0 1,9 1,6

PCM	-	121	12,1	11,1	11,1	1,1	1,1	1,1	8,7	9,6	9,6	12,2
------------	---	------------	-------------	-------------	-------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	-------------

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	540,04	539,49	557,04	552,07	550,74	577,53	588,97	601,53
Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych	171,66	177,12	170,42	155,33	143,83	151,39	159,21	159,46
Przychody z tytułu prowizji i opłat	206,26	202,25	196,10	201,48	202,13	213,66	219,91	227,79
Przychody odsetkowe	40,40	37,77	39,75	36,18	34,48	41,57	45,09	48,36
Pozostałe przychody finansowe	4,63	2,55	0,84	0,54	0,62	0,75	0,81	0,87
Przychody ze zbycia przedmiotów poleasingowych	115,28	117,81	143,60	139,10	163,57	163,96	157,66	158,64
Pozostałe przychody operacyjne	1,80	1,98	6,33	19,44	6,11	6,20	6,30	6,40
Koszty	535,39	496,49	497,92	476,25	496,76	518,59	530,00	540,46
Koszty napraw i serwisów przedmiotów leasingu	193,48	184,32	165,93	164,18	166,80	178,10	183,18	189,69
Amortyzacja przedmiotów leasingu operacyjnego	110,13	112,22	122,82	114,61	115,63	120,37	122,49	122,25
Koszty ogólnego zarządu	31,11	31,94	34,80	36,98	38,30	38,48	38,66	38,66
Koszty odsetkowe	68,62	47,18	32,81	26,21	27,99	33,57	43,38	46,94
Pozostałe koszty finansowe	5,30	3,92	2,14	1,41	2,97	2,97	2,97	2,97
Koszty zbycia przedmiotów poleasingowych	117,35	114,71	135,29	129,32	145,07	145,11	139,33	139,95
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	53,99	58,94	58,97	61,06
Podatek dochodowy	-7,73	-9,95	-15,13	-13,17	-11,61	-12,67	-12,68	-13,13
Zysk (strata) netto	-3,09	33,05	43,99	62,65	42,38	46,26	46,29	47,94

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	5,1	5,4	5,6	5,9
Należności z tytułu leasingu finansowego	359,3	361,5	380,1	453,0	566,2	617,2	666,6	717,2
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	549,9	586,5	586,9	594,0
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	158,2	159,8	161,4	163,0
Aktywa ogółem	1 081,2	1 089,6	1 082,2	1 171,1	1 312,2	1 402,6	1 456,0	1 517,4
Obligacje, pożyczki i kredyty	577,0	534,4	521,9	618,9	759,7	842,8	892,4	948,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	34,5	64,0	44,7	29,6	38,4	40,3	42,4	44,5
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	34,1	35,7	37,3	38,9
Zobowiązania ogółem	688,6	667,0	620,1	672,3	833,8	920,3	973,6	1 033,4
Kapitały własne	392,6	422,6	462,1	498,7	478,4	482,3	482,3	484,0
Pasywa ogółem	1 081,2	1 089,6	1 082,2	1 171,0	1 312,2	1 402,6	1 456,0	1 517,4

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%	25,0%	9,0%	8,0%	7,6%
Dług		-7,4%	-2,3%	18,6%	22,8%	10,9%	5,9%	6,3%
Aktywa ogółem		0,8%	-0,7%	8,2%	12,0%	6,9%	3,8%	4,2%
Przychody		-0,1%	3,3%	-0,9%	-0,2%	4,9%	2,0%	2,1%
Koszty		-7,3%	0,3%	-4,4%	4,3%	4,4%	2,2%	2,0%
Zysk netto		-	33,1%	42,4%	-32,4%	9,2%	0,1%	3,5%
Marże (mln PLN)								
Marża finansowa*	-23,6	-6,9	7,8	10,5	7,1	8,7	2,5	2,3
Marża serwisowa	61,5	64,9	47,6	40,7	28,2	31,0	36,7	37,2
Marża na ubezpieczeniach	6,5	9,6	19,4	23,5	19,5	17,9	18,5	19,2
Marża na pozostałych usługach	3,5	7,3	9,5	11,7	12,1	13,6	14,0	14,5
Wskaźniki (%)								
ROE	-	8,1%	9,9%	10,3%	8,7%	9,6%	9,6%	9,9%
ROA	-	3,0%	4,1%	5,6%	3,4%	3,4%	3,2%	3,2%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,4%	49,0%	48,2%	52,8%	57,9%	60,1%	61,3%	62,5%
Wskaźnik D/E (x)	1,5	1,3	1,1	1,2	1,6	1,7	1,9	2,0
Przychody z leasingu / średnie środki transportu w najmie	35,0%	34,3%	33,1%	30,0%	27,2%	27,0%	27,5%	27,3%
Przychody odsetkowe / średnie należności	10,0%	10,1%	10,3%	8,4%	6,6%	6,8%	6,8%	6,8%
P/E (x)	-	15,5	11,6	8,2	12,1	11,1	11,1	10,7
P/BV (x)	1,3	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Dividend Yield (%)	-	0,6%	0,9%	5,1%	12,2%	8,3%	9,0%	9,0%

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., 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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Prime Car Management (Grupa Masterlease)

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2015-03-26
kurs z dnia rekomendacji	51,98
WIG w dniu rekomendacji	54138,34

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

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
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

Zespół Prywatnego Maklera:

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@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