



Grupa Masterlease (Prime Car Management S.A.)

1. Profil Spółki

Grupa Masterlease to niezależny podmiot świadczący usługi leasingowe i zarządzania flotą samochodową w Polsce z kilkunastoletnią historią działalności oraz doświadczeniem na rynku.

Emitent posiada jeden z największych i najbardziej zróżnicowanych portfeli w sektorze leasingu i usług zarządzania flotą (CFM - Car Fleet Management) w naszym kraju. Na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku Grupa Masterlease obsługiwała ponad 8 tys. klientów z różnych branż, w tym między innymi z branży telekomunikacyjnej, elektronicznej, budowlanej, farmaceutycznej, zarządzania mieniem oraz bankowej i ubezpieczeniowej. Z usług Masterlease, zgodnie z klasyfikacją wewnętrzną, korzystają klienci indywidualni (leasingujący jeden samochód), małe i średnie przedsiębiorstwa (podmioty leasingujące od 2 do 19 pojazdów), a także duże przedsiębiorstwa (podmioty leasingujące co najmniej 20 samochodów).

Ofertę produktową Grupy tworzą:

- leasing z usługami pełnoobsługowy (FSL - Full Service Leasing) - kierowany przede wszystkim do dużych oraz małych i średnich przedsiębiorstw, obejmujący minimum trzy usługi pozafinansowe, w tym zawsze usługę serwisu mechanicznego. Wachlarz świadczeń uwzględnia między innymi: finansowanie, pełny serwis leasingowanych pojazdów (wszechstronna obsługa i naprawy, całodobowa pomoc techniczna), ubezpieczenia, samochody zastępcze i karty paliwowe. Produkty w tej kategorii finansowane są na mocy długoterminowych (zawartych na co najmniej 24 miesiące) umów leasingu operacyjnego;
- leasing z usługami niepełnoobsługowy (semi-FSL) - kierowany głównie do dużych oraz do małych i średnich przedsiębiorstw, obejmujący



minimum dwie usługi takie jak: likwidacja szkód, całodobowa pomoc techniczna z samochodem zastępczym, wymiana opon lub serwis mechaniczny. Usługa, zawierana na okres co najmniej dwudziestoczwartomiesięczny, finansowana jest w ramach leasingu finansowego lub operacyjnego;

- leasing - przeznaczony głównie dla klientów indywidualnych oraz dla małych i średnich przedsiębiorstw, obejmujący leasing finansowy lub operacyjny, koncentrujący się na samym finansowaniu i oferowany bez usług dodatkowych;
- zarządzanie flotą (FM) - przeznaczone dla dużych przedsiębiorstw, które mają już własne floty pojazdów i które zdecydowały się na powierzenie zadania zarządzania nimi podmiotom trzecim (Grupa Masterlease zarządza flotą, ale nie finansuje nabycia pojazdów), umowa zawierana na okres przynajmniej sześciomiesięczny.

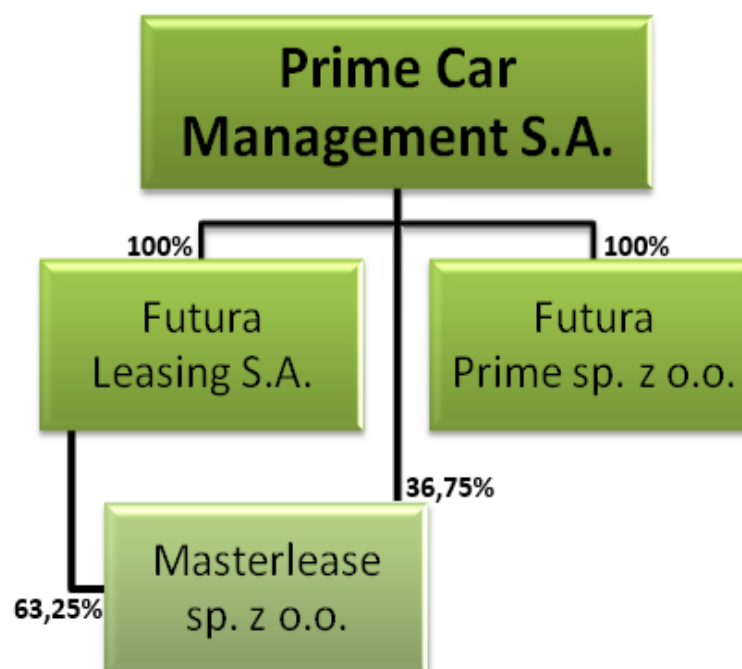
Dodatkowo Grupa Masterlease rozpoczęła w ubiegłym roku prace nad swoim nowym produktem - wynajmem elastycznym - przeznaczonym dla klientów zamierzających korzystać z pojazdów przez okres od 3 do 24 miesięcy, który w porównaniu do tradycyjnych ofert leasingowych wyróżniać ma możliwość wyboru okresu najmu w czasie trwania umowy, czyli możliwość skrócenia umowy w trakcie jej obowiązywania bez dodatkowych kosztów.

Nowoczesna flota samochodowa Masterlease (średni wiek pojazdu na koniec 2013 roku to 20,5 miesięcy), obejmująca blisko 23 tysiące pojazdów finansowanych, składa się głównie z samochodów osobowych (ok. 90 proc.), a pozostałą jej część stanowią lekkie samochody dostawcze (LCV), ciężarówki oraz ciężkie pojazdy dostawcze. Według stanu z końca września bieżącego roku liczba pojazdów będących w zarządzaniu (FM) jest natomiast nieco wyższa od tysiąca.



Masterlease prowadzi działalność za pośrednictwem krajowej sieci sprzedaży, obejmującej centralę w Gdańsku i 16 regionalnych biur handlowych (Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Koszalin, Kraków, Lubicz, Lublin, Łódź, Olsztyn, Opole, Poznań, Rzeszów, Szczecin, Warszawa, Wrocław, Zielona Góra), współpracując także z ponad tysiącem punktów serwisowych na terenie całej Polski, włącznie z sieciami dealerów.

Grupę Kapitałową Emitenta tworzy jednostka dominująca Prime Car Management S.A. oraz trzy podmioty bezpośrednio lub pośrednio od niej zależne: Futura Prime sp. z o.o., Futura Leasing S.A. oraz Masterlease sp. z o.o. Prime Car Management posiada bezpośrednio 100 proc. udziałów w kapitale zakładowym Futura Prime oraz Futura Leasing. W spółce Masterlease 63,25 proc. udziałów posiada natomiast Futura Leasing, a 36,75 proc. udziałów ma Prime Car Management. Podstawowym przedmiotem działalności wszystkich wymienionych wyżej podmiotów jest leasing finansowy i operacyjny, wynajem i dzierżawa pojazdów oraz świadczenie usług CFM.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.



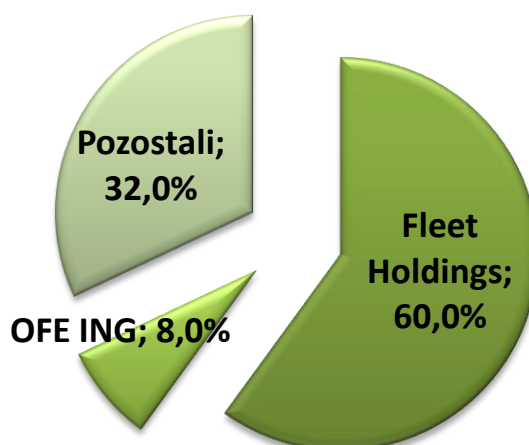
2. Akcjonariat

Kapitał zakładowy Spółki Prime Car Management wynosi 23.817.680 zł i składa się z 11.908.840 zdematerializowanych akcji na okaziciela o jednostkowej wartości nominalnej równej 2 zł.

Dominującym akcjonariuszem jest podmiot Fleet Holdings, który jeszcze w kwietniu bieżącego roku, przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej Emitenta, posiadał wszystkie akcje Prime Car Management. Obecnie, po dokonaniu sprzedaży części walorów Spółki, jego udział w kapitale zakładowym i w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu wynosi 60 proc. Pośrednia kontrola nad Fleet Holdings, a co za tym idzie - także nad Prime Car Management, należy natomiast do funduszu Abris-EMP Capital Partners Limited.

Drugim akcjonariuszem, którego udział jest wyższy od ustawowego progu 5 proc., jest fundusz emerytalny ING OFE, mając na swoim rachunku, według ostatniego zawiadomienia, akcje stanowiące 8 proc. udział w kapitale zakładowym i w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu Prime Car Management. Udział pozostałych akcjonariuszy wynosi natomiast 32 proc.

Struktura akcjonariatu Prime Car Management



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.



3. Ocena jakości komunikacji Spółki z rynkiem

Prime Car Management jest spółką publiczną od niedawna, bowiem dopiero od kwietnia bieżącego roku, kiedy to jej akcje zadebiutowały na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Na podstawie tak krótkiego horyzontu czasowego trudno wydać obiektywną opinię na temat jakości relacji inwestorskich Emitenta. Należy jednak zauważyć, że Grupa Masterlease styczność z obrotem publicznym miała już dużo wcześniej - w okresie od czerwca 2010 roku do marca 2012 roku na rynku Catalyst w alternatywnym systemie obrotu notowane były obligacje Spółki. Oceniając jakość komunikacji Emitenta z rynkiem warto zatem wziąć pod uwagę także wspomniany wyżej okres notowań na rynku jego papierów dłużnych.

Spółka prawidłowo wywiązywała się i nadal wywiązuje się z narzuconych przepisami prawa i regulaminem giełdowym obowiązków informacyjnych. Raporty bieżące i okresowe publikowane są terminowo, a ich treść jest szczegółowa i zrozumiała dla przeciętnego czytelnika. Ponadto korporacyjna strona internetowa Emitenta zawiera wszystkie aktualne informacje o działalności Grupy i jej otoczeniu, a układ strony jest przejrzysty i intuicyjny.

Biorąc pod uwagę mniej standardowe i nieobligatoryjne formy komunikacji z uczestnikami rynku kapitałowego, wspomnieć można o zapowiedzianym na początek grudnia bieżącego roku udziale członka Zarządu Spółki w internetowym czacie dedykowanym inwestorom indywidualnym, dotyczącym omówienia dokonań Prime Car Management S.A. od czasu debiutu giełdowego. Ponadto przedstawiciele Grupy Masterlease chętnie udzielają prasowych wywiadów i współpracują z analitykami giełdowymi. Spółka planuje także zamieszczać na własnej stronie internetowej ogólnodostępne prezentacje inwestorskie.



4. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki

Według danych pochodzących z Centralnej Ewidencji Pojazdów i Kierowców (CEPiK) na koniec 2013 roku w naszym kraju zarejestrowanych było 25,17 mln pojazdów, w tym więcej niż 19 mln samochodów osobowych, ponad 2,6 mln samochodów dostawczych (dopuszczalna masa całkowita do 6 ton) oraz 0,8 mln samochodów ciężarowych (powyżej 6 ton). Jak podał Instytut Badań Rynku Motoryzacyjnego SAMAR, oznacza to, że na 1000 mieszkańców Polski przypadało aż 653 pojazdów - dużo więcej w porównaniu do unijnej średniej na poziomie 484 samochodów. Oficjalne dane z Centralnej Ewidencji Pojazdów i Kierowców nie do końca oddają jednak rzeczywistość - na przykład zawartość bazy obejmuje również takie samochody, które nie poruszają się już po krajowych drogach (m.in. porzucone, rozebrane na części, złomowane poza systemem, reeksportowane). Zgodnie z szacunkami IBRM SAMAR zjawisko braku aktywności obejmowało łącznie ponad 6 mln pojazdów i o taką liczbę powinny być pomniejszone oficjalne dane.

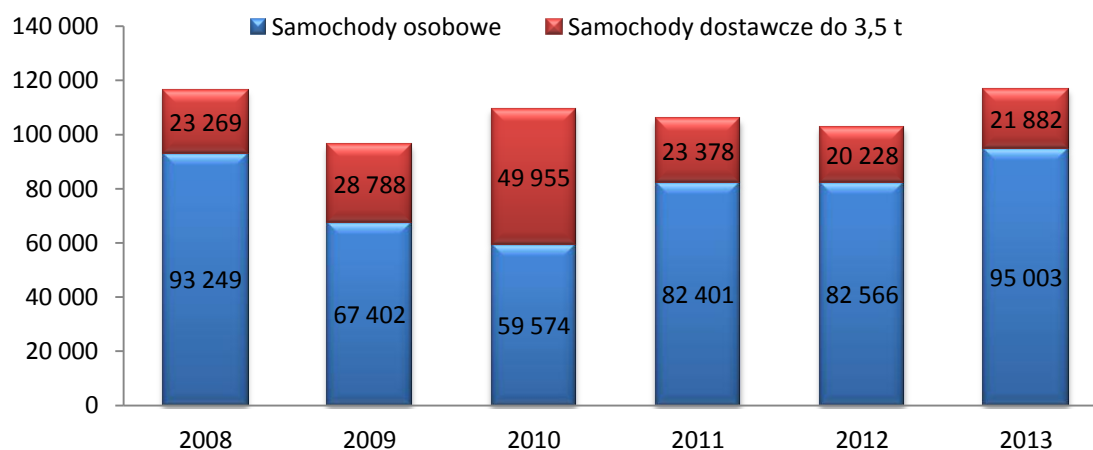
Informacje przekazywane przez Polski Związek Przemysłu Motoryzacyjnego wskazują, że w całym ubiegłym roku zarejestrowano 332.095 samochodów - o 6,4 proc. więcej niż rok wcześniej. Samochodów osobowych przybyło przy tym 289.913 (wzrost rdr o 6,3 proc.), a w grupie samochodów dostawczych do 3,5 t zarejestrowano 42.182 pojazdów (wzrost rdr o 7,1 proc.). Tak udany wynik to jednak duża zasługa grudnia 2013 roku, w którym dynamika wzrostu w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku wyniosła ponad 20 proc. oraz wysokiej aktywności firm, które w całym poprzednim roku zarejestrowały ponad 168 tys. samochodów (58 proc. wszystkich rejestracji). W bieżącym roku do końca października liczba rejestracji nowych samochodów wyniosła natomiast 310.217 (wzrost rdr o 13,6 proc.), w tym 273.732 było samochodów osobowych (wzrost rdr o 14 proc.) oraz 36.485 samochodów dostawczych do 3,5 t (wzrost rdr o 8,4 proc.). Zdaniem firmy KPMG (*Stan branży*



motoryzacyjnej oraz jej rola w polskiej gospodarce, październik 2013) trend wzrostowy powinien być także kontynuowany w najbliższych latach, a prognoza na 2015 rok zakłada 294,6 tys. rejestracji nowych samochodów osobowych oraz 64,8 tys. samochodów użytkowych. Dla rynku nowych pojazdów silną konkurencją jest import samochodów używanych. Według danych Ministerstwa Finansów, podawanych przez Polski Związek Przemysłu Motoryzacyjnego, w 2013 roku sprowadzono do naszego kraju 711.865 używanych samochodów osobowych (wzrost rdr o 8,2 proc.), a w pierwszych dziewięciu miesiącach bieżącego roku import wyniósł 584.401 sztuk (wzrost rdr o 7,3 proc.).

Zgodnie z danymi Związku Polskiego Leasingu w 2013 roku polskie firmy leasingowe sfinansowały transakcje o wartości ponad 35 mld zł, z czego w segmencie pojazdów sfinansowano transakcje o wartości 20,7 mld zł (wzrost rdr o 22,9 proc.). Jak wynika z szacunków Emitenta, dokonanych na podstawie danych publikowanych przez Związek Polskiego Leasingu, finansowanie leasingiem objęło przy tym ponad 95 tys. samochodów osobowych oraz blisko 22 tys. samochodów dostawczych do 3,5 t, co stanowiło wzrost w stosunku do poprzedniego roku odpowiednio o 13,1 oraz 7,6 proc.

Liczba samochodów osobowych i dostawczych przekazanych w leasing



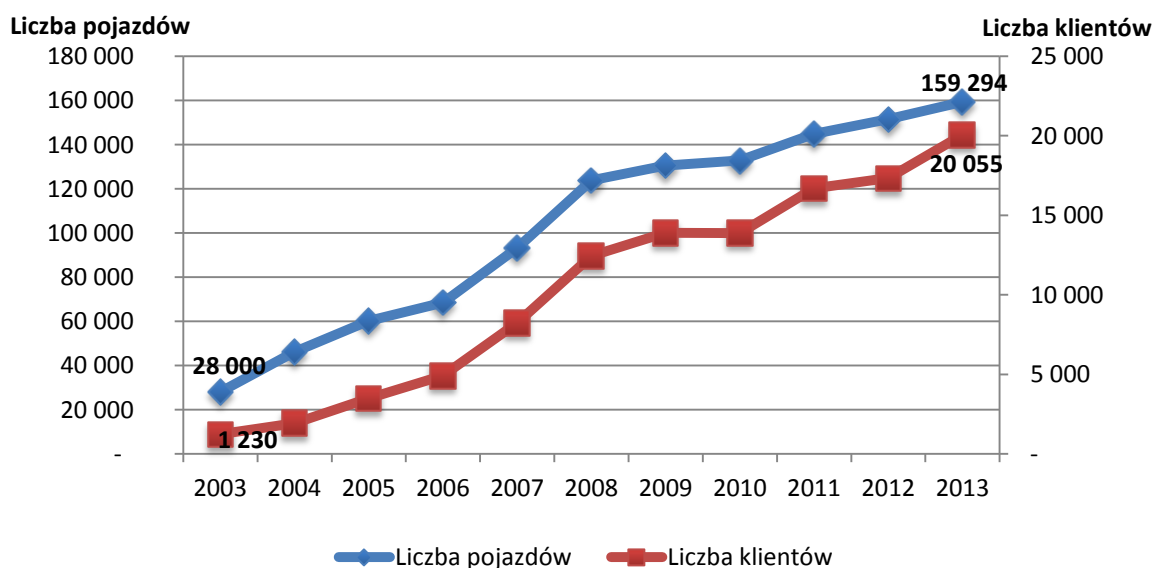
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Emitenta oraz Związku Polskiego Leasingu.



W 2013 roku całkowita wartość przekazanych w leasing samochodów osobowych i dostawczych do 3,5 t wyniosła 11,2 mld zł (wzrost rdr o 13,2 proc.), w tym wartość samochodów osobowych oddanych w leasing wyniosła 8,9 mld zł (wzrost rdr o 19,1 proc.), a samochodów dostawczych do 3,5 t była równa 2,3 mld zł (wzrost rdr o ok. 5 proc.).

Rynek usług CFM w naszym kraju systematycznie rośnie. Jak podaje Keralla Research Instytut Badań i Rozwiązań B2B (*Car Fleet Management w Polsce. Wynajem długoterminowy samochodów służbowych (outsourcing flot)*, raport 2014), w ubiegłym roku liczba klientów korzystających z tego rodzaju usługi wyniosła 20.055 - o 15,7 proc. więcej niż rok wcześniej - podczas gdy jeszcze w 2003 roku było to tylko 1.230 klientów. Wielkość sektora wyrażona wolumenem aut wyniosła natomiast w 2013 roku 159,3 tys. sztuk pojazdów, wykazując się w stosunku do 2012 roku wzrostem na poziomie 5,1 proc., a dla porównania warto wspomnieć, że dziesięć lat wcześniej liczba pojazdów w ramach usługi CFM wynosiła zaledwie 28 tys.

Usługa CFM w Polsce wg liczby pojazdów (skala lewa) oraz liczby klientów (skala prawa)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Keralla Research Instytut Badań i Rozwiązań B2B.



Rosnąca liczba klientów i użytkowanych pojazdów w ramach usług CFM w Polsce wynika z licznych korzyści płynących z outsourcingu usług zarządzania flotą samochodową, w tym z redukcji kosztów związanych z zakupem i administrowaniem flotą, przewidywalności kosztów utrzymania floty, a także dostępu do kompleksowych usług CFM.

W segmencie zarządzania flotą samochodową zdecydowanie największą popularnością cieszą się usługi FSL. Zgodnie z raportem Instytutu Badawczego Keralla Research na koniec ubiegłego roku w tej formule użytkowanych było 119,5 tys. pojazdów (wzrost rdr o 3,5 proc.) na podstawie umów zawartych z łącznie 8,4 tys. klientami (wzrost rdr o 16,4 proc.), co stanowiło ponad 75 proc. udział we wszystkich usługach CFM. W ramach usług semi-FSL użytkowanych było 18,6 tys. pojazdów przez łącznie 8,5 tys. klientów, co stanowiło 11,7 proc. udział w usługach CFM ogółem, natomiast udziały najmu oraz FM wyniosły odpowiednio 4,4 oraz 8,8 proc.

Polski rynek usług CFM jest mocno rozdrobniony. Zgodnie z danymi Keralla Research na koniec 2013 roku w naszym kraju świadczyło tego typu usługi 45 podmiotów, z czego jednak jedynie 11 z nich miało portfele powyżej 5 tys. pojazdów. Liderem rynku usług CFM jest spółka Lease Plan Fleet Management, która na koniec grudnia 2013 roku pod względem liczby obsługiwanych pojazdów miała 14,1 proc. udział w rynku i mogła się pochwalić kontraktami podpisanymi z ponad tysiącem klientów. Tuż za spółką Lease Plan FM znajduje się Grupa Masterlease, której udział w krajowym rynku na koniec ubiegłego roku wyniósł 13,5 proc., a w czołówce firm są także: ARVAL (10 proc.), Toyota Business Smart Plan (9,5 proc.), Alphabet Polska (7,6 proc.) Carefleet (5,7 proc.), mLeasing (5,4 proc.), PKO Leasing (3,9 proc.), Volkswagen Leasing Polska (3,9 proc.).

Zdaniem Emitenta polski rynek usług leasingu i usług CFM ma duży potencjał wzrostu. Wciąż jest bowiem słabo nasycony pod względem usług CFM w porównaniu do najbardziej rozwiniętych krajów Unii Europejskiej.



5. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	2013 r.	2012 r.	1-3Q 2014 r.	1-3Q 2013 r.
Przychody ogółem	557 038	539 490	418 384	422 260
Przychody z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych	170 422	177 123	118 056	128 738
Przychody z tytułu prowizji i opłat	196 104	202 253	152 067	146 115
Przychody odsetkowe	39 749	37 771	27 375	28 252
Przychody ze zbycia przedmiotów poleasingowych	143 598	117 812	101 714	113 159
Koszty ogółem	497 916	496 492	354 941	378 925
Koszty napraw i serwisów przedmiotu leasingu	165 927	184 321	122 376	125 650
Amortyzacja przedmiotów leasingu operacyjnego	122 824	112 218	86 667	92 096
Koszty ogólnego zarządu	34 798	31 943	27 874	25 253
Koszty odsetkowe	32 810	47 176	20 900	25 291
Koszty zbycia przedmiotów poleasingowych	135 290	114 710	95 074	105 904
Zysk brutto	59 121	42 999	63 443	43 335
Zysk netto	43 994	33 046	53 012	31 614
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	39 164	92 042	10 694	30 399
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	(643)	(3 651)	(1 027)	3 124
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	(48 226)	(92 021)	(11 019)	(42 881)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Po trzech kwartałach 2014 roku zysk brutto Grupy Masterlease był równy 63 mln zł i okazał się wyższy w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego o 46 proc. Zysk netto miał natomiast wartość 53 mln zł, a wzrost rok do roku wyniósł aż 68 proc. W dużej mierze tak dynamiczna poprawa wyników finansowych była skutkiem jednorazowej operacji odnotowanej w bieżącym roku - w pierwszym półroczu nastąpiło rozwiązanie rezerwy na podatek VAT tworzonej od 2010 roku, w efekcie której wygenerowano pozostały przychód operacyjny w wysokości 15,8 mln zł. Nawet jednak bez uwzględnienia powyższego zdarzenia jednorazowego po trzech kwartałach zysk netto Emitenta



roku był wyższy w porównaniu do pierwszych dziewięciu miesięcy ubiegłego roku o blisko 6 mln zł, czyli o ok. 18 proc.

Rosnące wyniki brutto Grupy pozwoliły przy tym utrzymać dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które jednak ze względu na dynamiczny rozwój Emitenta i systematyczne zwiększanie skali sprzedaży usług leasingowych (szybko rosnący stan należności leasingowych), cechują się tendencją spadkową - na koniec trzeciego kwartału przepływy pieniężne wyniosły 10,7 mln zł i były niższe w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej o 19,7 mln zł, podczas gdy jeszcze w całym 2012 roku miały one wartość 92 mln zł. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej po dziewięciu miesiącach bieżącego roku były na nieznacznym minusie (1 mln zł). W przypadku działalności finansowej odnotowano natomiast ujemne przepływy rzędu 11 mln zł, przy czym aż 26 mln zł wydatków w tym segmencie było skutkiem wypłaconej dywidendy.

Przyczyn poprawy wyników finansowych Grupy Masterlease można szukać poprzez zestawienie ze sobą osiągniętych w danym okresie wartości przychodów i kosztów odpowiadającym poszczególnym obszarom działalności Emitenta. Dla celów takiej analizy wyliczane są przede wszystkim marże: finansowa, na amortyzacji, serwisowa, na ubezpieczeniach, na remarketingu oraz marża na pozostałych usługach.

Marże wynikowe Masterlease	1-3Q 2014	1-3Q 2013	Zmiana	Zmiana %
Marża finansowa	41 175 060	43 841 050	(2 665 990)	(6,1)%
Marża na amortyzacji	(3 103 809)	(3 900 351)	796 542	20,4%
Marża serwisowa	18 939 580	12 471 432	6 468 148	51,9%
Marża na ubezpieczeniach	9 112 518	6 753 467	2 359 050	34,9%
Marża na remarketingu	6 639 291	7 255 341	(616 051)	(8,5)%
Marża na pozostałych usługach	1 638 511	1 239 648	398 863	32,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Patrząc na powyższe zestawienie marż wynikowych Grupy Masterlease, widać, że dwie z nich - marża finansowa oraz marża na remarketingu - w bieżącym



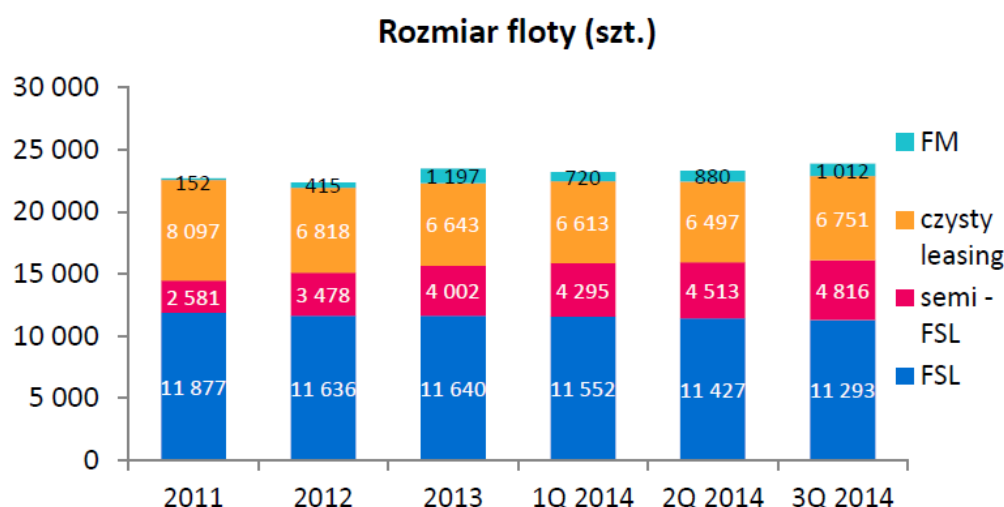
okresie były mniejsze w porównaniu do trzech pierwszych kwartałów 2013 roku. Niższa o blisko 2,7 mln zł wartość marży finansowej, liczonej jako przychody odsetkowe (głównie z tytułu leasingu finansowego oraz rat umowy leasingu operacyjnego) pomniejszone o koszty odsetkowe (wynikające z obligacji, pożyczek i kredytów), to przede wszystkim efekt niższych przychodów finansowych w relacji do aktywów w związku z obniżeniem rynkowych stóp procentowych oraz zawieraniem nowych kontraktów na niższych marżach. W trzecim kwartale bieżącego roku marża finansowa była już jednak nieco lepsza, w tym także w porównaniu do poprzedniego roku, co było między innymi efektem niższych marż kredytowych (renegocjacja umów z bankami). Marża na remarketingu, zdefiniowana jako różnica pomiędzy przychodami ze zbycia przedmiotów poleasingowych a kosztami zbycia przedmiotów poleasingowych, w bieżącym okresie była mniejsza o 0,6 mln zł niż rok wcześniej, a był to przede wszystkim efekt nieco słabszego pod tym względem drugiego kwartału 2014 roku. W ostatnich miesiącach marża jednak istotnie wzrosła, wynosząc w trzecim kwartale 3,3 mln zł w porównaniu do 2,9 mln zł rok wcześniej, co było związane z dobrą sytuacją na rynku używanych samochodów oraz pierwszymi efektami prowadzonych działań optymalizacyjnych.

Nieco niższe w porównaniu do trzech kwartałów poprzedniego roku marże finansową oraz na remarketingu, a także wyższe o ponad 2,6 mln zł koszty ogólnego zarządu z nawiązką nadrobiła działalność serwisowa i ubezpieczeniowa Emitenta. Marża w tym pierwszym obszarze rok do roku była wyższa aż o 6,4 mln zł, co wynika z rosnących przychodów z usług serwisowych przy zachowanym poziomie kosztów ponoszonych z tego samego tytułu. Takie pozytywne zjawisko to natomiast konsekwencja zwiększania floty FSL i semi-FSL, a także wzrost efektywności w obszarze serwisu, dzięki dużej skali prowadzonej działalności i silnej pozycji na rynku (negocjacja lepszych warunków). Warto przy tym zauważyć, że przychody z tytułu prowizji i opłat dominują w strukturze wszystkich przychodów Masterlease, w tym także istotnie przewyższając



przychody uzyskiwane z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych, a ich znaczenie rośnie z roku na rok. Biorąc pod uwagę powyższy trend stwierdzić można, że Emitent ze spółki finansowej staje się w coraz większym stopniu spółką usługową. Podobna tendencja obserwowana jest także na całym polskim rynku leasingu, który stopniowo upodabnia się do rynków zachodnich, gdzie leasing z usługami cieszy się dużo większą popularnością.

Analizując wyniki finansowe Emitenta, nie sposób nie zwracać także uwagi na zmiany rozmiaru jego floty samochodowej, która ma wpływ na wielkość opłat otrzymywanych od klientów, a w konsekwencji na wartość uzyskiwanych przychodów. Na koniec trzeciego kwartału 2014 roku flota Grupy Masterlease liczyła 22.860 pojazdów - o 575 więcej niż na koniec 2013 roku i o 928 więcej niż w grudniu 2012 roku - z czego czysty leasing obejmował 6.751 pojazdów, a liczba samochodów w ramach usług FSL i semi-FSL wyniosła odpowiednio 11.293 i 4.816. Ponadto 1.012 samochodów było przedmiotem usługi zarządzania flotą (FM). Biorąc pod uwagę rozmiar floty w okresie kilkuletnim, największy przyrost widoczny jest w obszarze usługi semi-FSL, gdzie w porównaniu do 2011 roku liczba pojazdów zwiększyła się o 2.235, co oznacza wzrost na poziomie ok. 87 proc. Maleje za to rozmiar floty w ramach czystego leasingu.



Źródło: Emitent.



Wybrane elementy bilansu GK Masterlease (tys. zł)	30.09.2014 r.	31.12.2013 r.
Aktywa razem	1 104 539	1 082 239
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5 374	6 727
Należności z tytułu leasingu finansowego	422 588	380 058
Pozostałe należności	52 353	61 522
Zapasy	27 454	35 124
Rzeczowe aktywa trwałe	513 550	526 046
Zobowiązania razem	615 478	620 137
Obligacje, pożyczki, kredyty i inne zobowiązania finansowe	556 322	521 935
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	40 593	48 639
Kapitały własne razem	489 061	462 102
Kapitały podstawowy	23 818	23 818
Kapitał zapasowy	417 115	404 436

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Dominującym składnikiem aktywów Grupy Masterlease są rzeczowe aktywa trwałe (w tym przede wszystkim środki transportu w leasingu operacyjnym), które na dzień 30 września 2014 roku miały wartość 513,6 mln zł i stanowiły 46 proc. całego majątku Emitenta. W porównaniu do końca grudnia ubiegłego roku ich stan nieznacznie się zmniejszył, co było spowodowane głównie mniejszą wartością zakupów środków transportu w leasingu operacyjnym (141 mln zł brutto) niż ich sprzedaży (155,9 mln zł brutto).

Poza rzeczowymi aktywami trwałymi istotną pozycję stanowią także należności z tytułu leasingu finansowego, które na koniec trzeciego kwartału miały wartość 422,6 mln zł, stanowiąc 38 proc. całkowitej sumy bilansowej. Ich stan systematycznie się zwiększa - na koniec 2013 roku wynosząc 380,1 mln zł, rok wcześniej 361,5 mln zł, a na koniec grudnia 2011 roku 359,3 mln zł - co wynika z rosnącej sprzedaży usług leasingu finansowego oraz z nabycia przez Grupę Masterlease portfela należności leasingowych spółki Bawag w 2013 roku. Mimo dynamicznego wzrostu należności z tytułu leasingu finansowego, Zarząd Emitenta pozytywnie ocenia jakość portfela należności leasingowych Grupy Masterlease i oczekuje utrzymania tej jakości w przyszłości ze względu na stosowanie zaawansowanego systemu scoringowego, systemu motywacyjnego



dla sprzedawców premiującego wysoką jakość pozyskanego portfela, monitoringu klientów oraz niską koncentrację w podziale na grupy klientów. Ponadto warto wziąć pod uwagę fakt, iż zabezpieczeniem tych należności są głównie pojazdy będące przedmiotem leasingu, charakteryzujące się wysokim stopniem płynności i odzyskiwalności. Na dzień 30 września 2014 roku odpisy aktualizujące należności z tytułu leasingu finansowego miały wartość 15,1 mln zł i stanowiły ok. 3,5 proc. należności z tytułu leasingu finansowego brutto (3,9 proc. na koniec 2013 roku). Należności z tytułu leasingu operacyjnego, klasyfikowane jako pozostałe należności, wyniosły 30,4 mln zł.

Wśród pasywów Emitenta przeważają zobowiązania, których wartość na dzień 30 września 2014 roku wynosiła 615 mln zł i stanowiła 55 proc. sumy bilansowej. Zdecydowanie największy udział w zobowiązaniach mają za to obligacje, pożyczki, kredyty i inne zobowiązania finansowe, które na koniec trzeciego kwartału były na poziomie 556,3 mln - o 34,4 mln zł wyższym w stosunku do końca ubiegłego roku (wpływy z tytułu zaciągniętych pożyczek i kredytów równe 315 mln zł przy ich spłacie na poziomie 280,6 mln zł). Zobowiązania finansowe krótkoterminowe (zapadalność poniżej 1 roku) były równe 288,8 mln zł, natomiast zobowiązania finansowe długoterminowe (zapadalność powyżej 1 roku) znajdowały się na poziomie 267,5 mln zł. Wartość zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań (głównie z tytułu zakupu niefinansowych aktywów trwałych, a także z tytułu usług serwisowych i wobec towarzystw ubezpieczeniowych) wyniosła 40,6 mln zł i była niższa w porównaniu do końca grudnia i września ubiegłego roku odpowiednio o 8 i 3,7 mln zł.

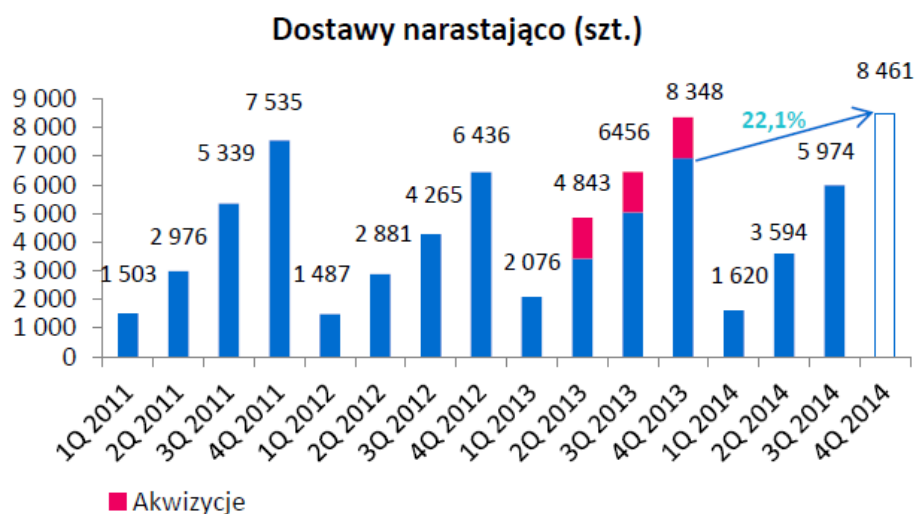
Według stanu na dzień 30 września 2014 roku kapitały własne Grupy Masterlease miały wartość 489 mln zł, co odpowiadało 44 proc. całkowitej wartości jej pasywów. Wśród kapitałów własnych główną pozycję stanowi kapitał zapasowy, który na koniec trzeciego kwartału był na poziomie 417 mln zł. Zyski zatrzymane i kapitał podstawowy miały natomiast wartość odpowiednio 48,1 i 23,8 mln zł.



6. Ocena perspektyw finansowych i plany rozwoju Spółki

Grupa Masterlease nie publikowała prognoz wyników finansowych. Charakterystyka działalności prowadzonej przez Emitenta sprawia jednak, że te są względnie przewidywalne - w dużej mierze uzależnione są bowiem od aktualnego rozmiaru floty samochodowej i bilansu dostaw pojazdów.

Jak wskazano już wcześniej, po trzech kwartałach 2014 roku rozmiar floty finansowanej Masterlease zwiększył się w porównaniu do grudnia ubiegłego roku o 575 samochodów, w tym między innymi w oparciu o dostawy do segmentu małych i średnich przedsiębiorstw oraz w efekcie wyższej sprzedaży rynkowej na bazie programów Private Label (Opel, Hyundai). W ostatnich miesiącach Firma Masterlease wygrała także wiele kluczowych przetargów na dostawę flot do korporacji. Choć dostawy tych samochodów, a więc i zmiany w wielkości floty są już zrealizowane, w czwartym kwartale potencjał trwających przetargów, zdaniem Zarządu, może wynieść jeszcze 900 pojazdów przy udziale w przetargach i wymiany floty w całym 2014 roku ocenianym na 4.000 pojazdów. Po trzecim kwartale łączny wolumen dostaw wyniósł za to 5.974 samochodów wobec liczby 8.461 szacowanej na koniec grudnia, co na dzień 30 września oznacza realizację rocznego planu dostaw w 70,6 proc.



Źródło: Emitent.



Dodatkowo, szacując wyniki bieżącego i przyszłego roku, należy mieć na uwadze jednorazowy przychód z tytułu rozwiązania rezerwy na podatek od towarów i usług, który powiększył tegoroczne wyniki Spółki o blisko 16 mln zł i którego konsekwencją może być wyższa kwota środków pieniężnych wypłacanych akcjonariuszom w formie dywidendy w przyszłym roku. W raporcie analitycznym Espirito Santo Investment Bank z 17 września zysk netto Masterlease na bieżący rok został oszacowany na 67,3 mln zł.

Wpływ na wyniki finansowe Grupy Masterlease w następnych okresach, poza działaniami zmierzającymi do zwiększenia ilości kontraktów, mogą mieć zapowiedziane przez Zarząd prace nad dalszym wzrostem udziału usług CFM w koszyku oferowanych usług oraz rozwojem oferty produktowej dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw w oparciu o usługę leasingu finansowego z serwisem. Ponadto kierownictwo Emitenta zauważa potencjał do poprawy marży usługowej w kolejnych kwartałach poprzez udoskonalenie oferty CFM oraz optymalizację kosztów.

Zapowiedzi Zarządu w znacznej mierze pokrywają się także z opublikowanymi celami strategicznymi Grupy Masterlease, które zakładają:

- wzrost udziału w rynku usług CFM zapewniający utrzymanie wiodącej pozycji na rynku w Polsce,
- wzrost udziału usług CFM w koszyku oferowanych usług,
- poprawę efektywności operacyjnej.

Pierwszy z powyższych celów ma być realizowany między innymi poprzez poszerzenie bazy korporacyjnej klientów (zintensyfikowanie działań sprzedażowych wobec potencjalnych klientów korporacyjnych zlokalizowanych poza Warszawą, działania marketingowe nakierowane na zwiększenie



rozpoznawalności marki), tworzenie nowych programów Private Label, oferowanie dodatkowych produktów w ramach usług CFM (np. wynajem elastyczny), a także przejęcia innych podmiotów (stałe monitorowanie rynku w poszukiwaniu interesujących firm, których akwizycja powiększyłaby wielkość floty i liczbę obsługiwanych klientów). Do wzrostu udziału usług CFM w koszyku usług oferowanych przez Grupę ma się przyczynić transfer klientów zwykłego leasingu na leasing z usługami oraz zwiększenie liczby i zakresu usług w ramach leasingu z usługami, a ponadto rozwój działalności w zakresie usług FM. Jeśli natomiast chodzi o trzeci z wymienionych celów strategicznych - poprawa efektywności operacyjnej - ma być on osiągnięty poprzez zmniejszanie kosztów usług utrzymania i naprawy samochodów oraz poszukiwanie źródeł dodatkowych przychodów (wykorzystanie silnej pozycji negocjacyjnej przy zawieraniu umów ze stacjami obsługi pojazdów, częstsze używanie tańszych zamienników oryginalnych części samochodowych, poprawa efektywności logistyki dostaw), wzrost efektywności wykorzystania pojazdów poleasingowych (rozwój i promowanie własnej strony internetowej wykorzystywanej do sprzedaży detalicznej, obniżanie kosztów przygotowania pojazdów do sprzedaży, pilotażowy program ponownego leasingowania samochodów poleasingowych jako alternatywa wobec ich sprzedaży).

7. Analiza wskaźnikowa

Grupa Masterlease jest jedyną spółką CFM znajdującą się w obrocie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Na polskim parkiecie ciężko jest również znaleźć jakąkolwiek inną firmę o chociażby zbliżonej specyfice działalności, która mogłaby zostać wykorzystana do analizy porównawczej Emitenta. Mając na uwadze dużą część wyników generowanych jako marża finansowa - rozumiana jako przychody odsetkowe pomniejszone o koszty odsetkowe - Spółkę można byłoby spróbować przypisać do branży finansowej i zestawić np. z wynikami



osiąganych przez firmy zarządzające wierzytelnościami czy banki. Trzeba jednak zauważyć, że w przypadku Grupy Masterlease z roku na rok rośnie znaczenie przychodów uzyskiwanych z tytułu świadczonych usług serwisowych, ubezpieczeniowych itp., które już teraz stanowią dominujący udział w strukturze wszystkich przychodów. Emitent coraz bardziej przypomina zatem firmę usługową niż finansową.

Z powyższych względów analizę wskaźnikową zdecydowaliśmy się przeprowadzić wyłącznie dla Grupy Masterlease, bez zestawiania obliczonych wyników do jakichkolwiek benchmarków. Do analizy wykorzystane zostały wskaźniki: marży zysku netto, rentowności kapitału własnego (ROE), relacja kosztów do przychodów oraz wskaźnik ogólnego zadłużenia. Powyższe mierniki wyznaczone zostały dla dwóch okresów dziewięciomiesięcznych zakończonych 30 września 2013 i 2014 roku, a także dla dwóch okresów dwunastomiesięcznych zakończonych 31 grudnia 2012 i 2013 roku.

Wybrane wskaźniki Masterlease	1-3Q 2014 r.	1-3Q 2013 r.	2013 r.	2012 r.
Marża zysku netto	12,7%	7,5%	7,9%	6,1%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,8%	7,0%	9,9%	8,1%
Koszty/przychody (C/I)	84,8%	89,7%	89,4%	92,0%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,7%	57,7%	57,3%	61,2%

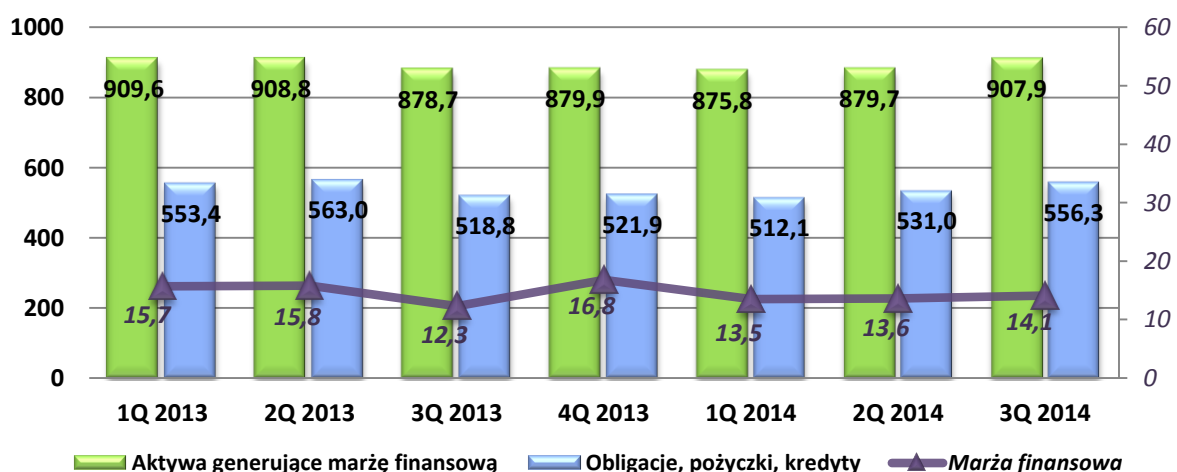
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Po trzech kwartałach 2014 roku marża zysku netto wyniosła 12,7 proc. i była wyższa w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej o ponad 5 punktów procentowych. W pewnym stopniu był to efekt jednorazowej operacji rozwiązania rezerwy na podatek VAT, która to podwyższyła przychody i wynik netto bieżącego okresu, jednak nawet bez uwzględnienia powyższego zdarzenia marża zysku netto byłaby rok do roku lepsza o blisko 2 punkty procentowe. Podobna tendencja wystąpiła także w przypadku rentowności kapitału własnego, która po dziewięciu miesiącach bieżącego roku wyniosła 10,8 proc. i była wyższa



rok do roku o 3,8 punktów procentowych (bez uwzględnienia zdarzenia jednorazowego o ok. jeden punkt procentowy). Poprawę rentowności Grupy Masterlease widać również w dłuższej perspektywie - w 2013 roku marża zysku netto wyniosła 7,9 proc., a rentowność kapitału własnego była równa 9,9 proc., co oznacza wzrost obu wartości o 1,8 punktu procentowego w porównaniu z okresem poprzednim. Wyższa rentowność Grupy Masterlease to konsekwencja poprawy efektywności operacyjnej poprzez optymalizację kosztów, o czym świadczy niższa wartość wskaźnika C/I obserwowana po trzech kwartałach roku bieżącego, pomimo odnotowanego spadku przychodów w tym samym okresie.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia Grupy Masterlease utrzymuje się na stabilnym poziomie 55-60 proc. Uwzględniając jedynie zobowiązania odsetkowe (obligacje, pożyczki, kredyty), na koniec września 2014 roku relacja zadłużenia do aktywów ogółem wyniosła natomiast 50,4 proc. Mając na uwadze specyfikę działalności Emitenta, powyższą wartość można uznać za stosunkowo niską. Warto przy tym także porównać stan pasywów generujących koszty odsetkowe do wartości aktywów tworzących przychody odsetkowe. Na koniec trzeciego kwartału te pierwsze miały wartość 907,9 mln zł przy zobowiązaniach odsetkowych na poziomie 556,3 mln zł, a taka struktura pozwala na uzyskiwanie wysokiej marży finansowej i wpływa na bezpieczeństwo prowadzonej działalności.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.



Analiza wskaźników rynkowych Spółki oparta została na dwóch najpopularniejszych wśród inwestorów tego typu formułach: cena do wartości księgowej (P/BV) oraz cena do zysku (P/E). Powyższe wskaźniki wyznaczone zostały na podstawie poziomu kapitalizacji Spółki Prime Car Management, obliczonego jako iloczyn liczby akcji i ceny zamknięcia notowań giełdowych z dnia 26 listopada 2014 roku, a także na podstawie wartości księgowej Emitenta z dnia 30 września 2014 roku. Zysk netto skalkulowany został natomiast jako wynik TTM (Trailing Twelve Months), czyli poprzez dodanie zysku netto wykazanego przez Grupę Masterlease po trzech kwartałach roku bieżącego do zysku netto osiągniętego w ostatnim kwartale roku poprzedniego.

Wybrane wskaźniki rynkowe Grupy Masterlease	
Zysk netto (TTM)	65 392 000
Wartość księgowa	489 060 755
Kapitalizacja (26.11.2014 r.)	645 459 128
P/BV	1,32
P/E	9,87

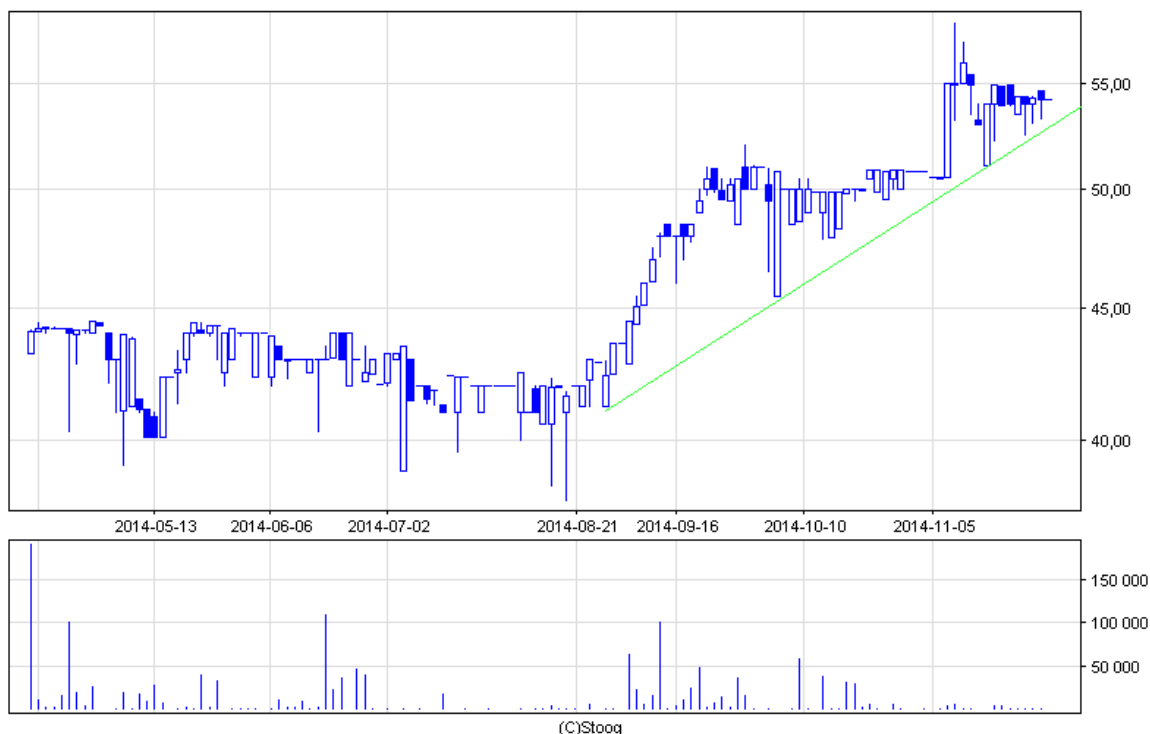
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Jak wynika z powyższej tabeli, Grupa Masterlease wyceniana jest przez rynek na kwotę 645,5 mln zł przy wartości księgowej na dzień 30 września 2014 roku na poziomie 489,1 mln zł. Relacja ceny do wartości księgowej obliczona na podstawie powyższych wartości wynosi 1,32, co oznacza, że za jedną złotówkę kapitału własnego Emitenta inwestorzy płacą obecnie na giełdzie 1,32 zł.

Stosunek ceny do zysku netto, przy wyniku finansowym z ostatnich dwunastu miesięcy na poziomie 65,4 mln zł wynosi 9,87. Wyłączając natomiast wpływ jednorazowej transakcji rozwiązania rezerwy na podatek VAT w kwocie 15,8 mln zł (poprzez pomniejszenie osiągniętego wyniku finansowego), wskaźnik ceny do zysku netto byłby równy ok. 13.



8. Analiza techniczna



Źródło: opracowanie własne w serwisie internetowym stooq.pl.

Historia notowań akcji Spółki Prime Car Management na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest krótka, bowiem sięga zaledwie kwietnia 2014 roku. Od momentu debiutu przy cenie 44 zł kurs wzrósł o ok. 23 proc. i znajduje się obecnie na poziomie ponad 54 zł. Poziom oporu to 58 zł, gdzie podczas sesji giełdowej w dniu 10 listopada odnotowano historyczne maksimum. Wsparcie dla notowań akcji Emitenta powinna natomiast stanowić linia trendu wzrostowego, którą można wytyczyć od początku września (zaznaczona na wykresie powyżej kolorem zielonym).

Papiery wartościowe Spółki Prime Car Management kwalifikowane są do indeksów WIG250, WIG-Poland, InvestorMS oraz WIG. Liczony od momentu debiutu średni dzienny wolumen obrotu to blisko 9.500 akcji, jednak mediana jest znacznie mniejsza i wynosi tylko 707 waleów.



9. Podsumowanie raportu i wnioski

Rynek usług zarządzania flotą samochodową w Polsce, na którym działalność prowadzi Grupa Masterlease, systematycznie rośnie. Jak podaje Keralla Research Instytut Badań i Rozwiązań B2B, tylko w ubiegłym roku liczba klientów CFM zwiększyła się o niemal 16 proc., a wzrost pod względem wolumenu pojazdów wyniósł około 5 proc. Dla porównania warto wspomnieć, że podczas gdy jeszcze w 2003 roku z usług Car Fleet Management korzystało nieco ponad tysiąc podmiotów, dziesięć lat później liczba klientów była już szesnastokrotnie większa. Rosnący trend obserwowany w Polsce powinien utrzymać się także w kolejnych latach. O dużym potencjale krajowego rynku świadczyć może chociażby dystans do rynków najbardziej rozwiniętych państw Unii Europejskiej, gdzie popularność usług CFM wśród przedsiębiorstw jest znacznie wyższa.

Pozytywne warunki zewnętrzne niewątpliwie sprzyjają firmom działającym na rynku, w tym także Grupie Masterlease. Na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku flota sfinansowana przez Emitenta wyniosła blisko 23 tysiące pojazdów - o kilkaset samochodów więcej niż na koniec lat poprzednich. Choć pod tym względem, patrząc ogólnie, dynamika nie była imponująca, to jednak warto zwrócić uwagę, że w tym samym okresie, kosztem czystego leasingu, znacząco zwiększył się w portfelu udział leasingu semi-FSL - charakteryzującego się wyższą marżowością i zwiększającego wśród klientów świadomość na temat bardziej złożonych usług CFM, które mogą zostać zaoferowane im w przyszłości.

Wzrost liczby zawieranych umów semi-FSL i FSL przyczynia się do uzyskiwania przez Grupę Masterlease coraz wyższych przychodów z tytułu prowizji i opłat, które już teraz dominują w strukturze całkowitych przychodów Emitenta, w tym także nad przychodami z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych. Efektem zwiększających się przychodów z tytułu ubezpieczeń i usług serwisowych, przy odpowiedniej kontroli kosztów ponoszonych z tego samego tytułu, jest także istotna poprawa wyników finansowych Grupy Masterlease. Po trzech



kwartałach bieżącego roku skonsolidowany zysk netto Emitenta wyniósł 53 mln zł i był wyższy w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej o 68 proc. (18 proc. po wyłączeniu wpływu na wyniki jednorazowego zdarzenia związanego z rozwiązaniem rezerwy na podatek VAT).

Grupa Masterlease jako jeden z liderów rynku CFM w Polsce (13,5 proc. udział na koniec 2013 roku według Keralla Research) znajduje się na bardzo dobrej pozycji, by skorzystać na wzroście wolumenu tego rynku w przyszłości. Emitent zamierza przy tym kontynuować przyjętą dotychczas strategię rozwoju. Wśród głównych celów strategicznych jest wzrost udziału Grupy w rynku usług CFM zapewniający utrzymanie wiodącej pozycji, wzrost udziału usług CFM w koszyku oferowanych usług, a także poprawa efektywności operacyjnej.

Paweł Juszcak

Analitik giełdowy SII

pjuszcak@sii.org.pl

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Inwestor powinien mieć na uwadze, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej Prime Car Management S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza także w przyszłości złożenia oferty świadczenia podobnych usług Spółce lub innym podmiotom wymienionym w niniejszym raporcie.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.