

piątek, 22 czerwca 2018 | aktualizacja raportu

Deweloperzy mieszkaniowi

Polska

Dobre czasy dla liderów rynku

Po pięciu latach nieprzerwanej hossy liczba sprzedawanych mieszkań zaczęła się stabilizować. Nie wynika to jednak ze słabnącego popytu, lecz jest pochodną coraz bardziej widocznych problemów z podażą nowych inwestycji. Stabilizacja sprzedaży jest również efektem celowych działań deweloperów, którzy widząc wzrost kosztów budowy nie są skłonni do maksymalizowania sprzedaży kosztem marży. Tymczasem otoczenie makroekonomiczne wyjątkowo sprzyja przerzucaniu rosnących kosztów na klienta. Uważamy, że trend stabilnych wolumenów sprzedaży i rosnących cen mieszkań utrzyma się również w drugiej połowie 2018 roku. W dłuższej perspektywie wzrost cen powinien być wzmocniony planowaną likwidacją otwartych rachunków powierniczych. Uważamy, że nowelizacja tzw. ustawy deweloperskiej przyspieszy konsolidację rynku mieszkaniowego w Polsce i wzmocni duże podmioty, posiadające łatwiejszy dostęp do kapitału. Preferowanymi przez nas spółkami są obecni liderzy rynkowi (Atal, Dom, LC Corp) oraz dynamicznie rosnące spółki wrocławskie (Archicom, Lokum), pozytywnie wyróżniające się od strony banku ziemi. Największy potencjał wzrostu widzimy w LC Corp.

Sektor wciąż tani i dywidendowy

W 2018 r. prognozujemy wzrost ZN sektora o 30% oraz dalszy wzrost w tempie ok. 10% rocznie w latach 2019-20. Spółki, dla których mamy pozytywne rekomendacje, są wyceniane na P/E'18-20 = 6,8x oraz oferują DYield'18-20 = 10,2%.

Bank ziemi zabezpieczony przy rozsądnych cenach

Posiadane przez spółki giełdowe „zapasy” (mieszkania gotowe + w budowie + bank ziemi) stanowią odpowiednik 5-letniej sprzedaży. Sam bank ziemi stanowi odpowiednik ponad 3-letniej sprzedaży i w pełni pokrywa nasze prognozy finansowe w horyzoncie najbliższych 3 lat, a w przypadku Atalu, Archicomu i Lokum – w okresie 5 lat. Średni koszt zakupu gruntów w latach '16-18 szacujemy na 830 PLN/PUM (nie uwzględniając DOM). Struktura i koszt zakupu gruntów nie powinny tworzyć presji na marże w latach '18-20.

Wzrost kosztów budowy przerzucony na klienta

Skokowy wzrost kosztów budowy o 15-20% względem lat 2016-17 jest widoczny począwszy od umów zawieranych w 4Q'17. By przerzucić powyższy koszt na klienta ceny mieszkań powinny wzrosnąć o około 9-12%, co w obecnym otoczeniu jest prawdopodobnym scenariuszem. W 1Q'18 wzrost cen transakcyjnych mieszkań wyniósł ok. 5% r/r, ceny ofertowe wzrosły w tempie 8%, a mieszkania wprowadzone do oferty o niemal 10% r/r.

Likwidacja otwartych rachunków skonsoliduje rynek

W latach 2011-14 zaliczki finansowały zaledwie 13-15% zapasów vs. 32% na koniec 2017 roku. Planowana nowelizacja tzw. ustawy deweloperskiej może odciąć sektor od powyższego źródła finansowania, zmusić deweloperów do większego wykorzystania długu i przyspieszyć konsolidację rynku, na czym skorzystałyby spółki notowane na GPW. Stanowi jednak ryzyko z punktu widzenia przyszłych dywidend.

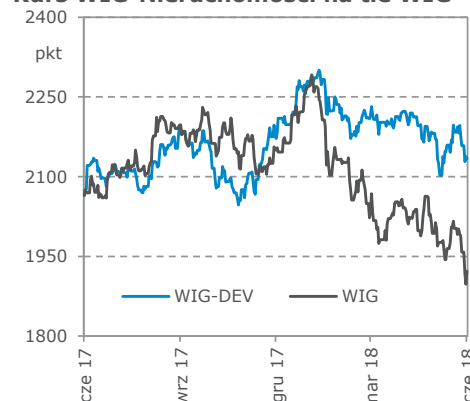
Spółka	Kurs YTD	P/BV 2018P	P/BV 2018P	P/E 2019P	P/E 2020P	2018P	2019P	2020P	DYield 2018P	2019P	2020P
Archicom	+0%	0,83	7,0	4,9	6,1	9,6%	9,3%	10,0%			
Atal	-4%	1,86	8,3	8,7	8,4	8,7%	11,6%	11,6%			
Dom Dev.	+0%	2,03	8,9	9,4	8,3	8,9%	11,1%	10,7%			
i2 Dev.	+25%	0,59	4,7	5,3	3,5	6,9%	10,7%	9,4%			
JWC	-17%	0,43	9,4	3,8	4,7	0,0%	0,0%	0,0%			
LC Corp	-13%	0,70	5,7	5,3	5,4	10,0%	12,1%	13,1%			
Lokum	+12%	1,00	6,3	7,2	4,8	4,5%	8,0%	6,9%			
Polnord	-6%	0,42	270,0	-	17,6	0,0%	0,0%	0,0%			
Ronson	-23%	0,52	11,8	7,8	4,6	4,6%	5,5%	7,3%			
Mediana	-4%	0,70	8,3	6,3	5,4	6,9%	9,3%	9,4%			

WIG-Nieruchomości	2 116
WIG	56 425
P/E 2018P	8,3x
P/BV 2018P	0,70x

Rynek nieruchomości mieszkaniowych

Hossa na rynku mieszkaniowym w Polsce trwa już szósty rok z rzędu. Na początku 2018 roku wolumeny sprzedaży przestały rosnąć, co można wiązać ze spadkiem oferty rynkowej. Jednocześnie, przy wciąż bardzo silnym popycie, nasiliła się presja na wzrost cen mieszkań. Otoczenie makroekonomiczne pozostaje korzystne dla deweloperów. Rekordowo niskim stopom procentowym towarzyszy bardzo dobra koniunktura na rynku pracy. Głównym czynnikiem ryzyka w branży jest wzrost kosztów budowy i gruntów, który w znacznym stopniu udaje się przerzucić na klienta.

Kurs WIG-Nieruchomości na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Archicom	-	-	przeważaj	przeważaj
Atal	46,40	47,00	akumuluj	akumuluj
Dom Dev.	95,40	103,10	akumuluj	kupuj
i2 Dev.	-	-	równoważ	równoważ
JWC	-	-	równoważ	niedoważaj
LC Corp	3,58	3,50	kupuj	kupuj
Lokum	-	-	przeważaj	przeważaj
Polnord	-	-	niedoważaj	równoważ
Ronson	-	-	równoważ	równoważ

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Archicom	15,00	-	-
Atal	40,80	46,40	+13,7%
Dom Dev.	85,80	95,40	+11,2%
i2 Dev.	15,40	-	-
JWC	3,48	-	-
LC Corp	2,39	3,58	+49,8%
Lokum	18,80	-	-
Polnord	9,04	-	-
Ronson	1,09	-	-

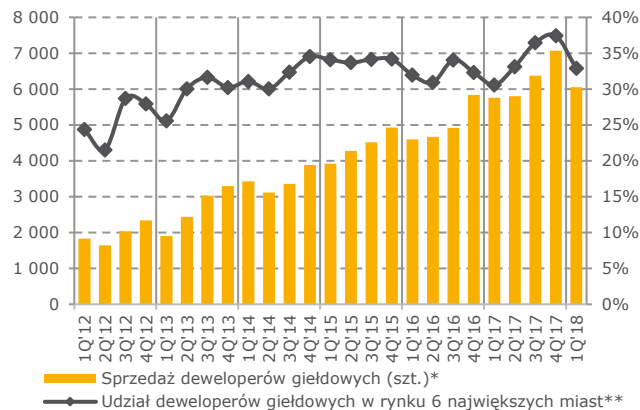
Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Sprzedaż mieszkań

W 1Q'18 deweloperzy notowani na GPW sprzedali łącznie o **5% więcej mieszkań r/r** i zarazem o 14% mniej od rekordowego jak dotąd 4Q'17. Wynik wskazuje na stopniową stabilizację sprzedaży po trwającym pięć lat wzroście wolumenów w tempie ok. 20%. **Efektywność sprzedaży** utrzymała się w 1Q'18 na zbliżonym r/r poziomie ok. **30%**. W naszej ocenie, powyższe tempo sprzedaży powoduje presję cenową, co również potwierdzają sami deweloperzy.

Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych



Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku; *zagregowana sprzedaż dla 15 deweloperów giełdowych, **przybliżone szacunki mDM na podstawie danych REAS

Nierównowagę popytu i podaży jeszcze silnie widać w oparciu o dane rynkowe, gdzie **efektywność sprzedaży** wzrosła w 1Q'18 do **38% (+2 p.p.)**. Na powyższy wzrost złożyła się względna stabilizacja sprzedaży przy jednoczesnym spadku oferty o 11% r/r.

Warto zwrócić uwagę na różnice między danymi rynkowymi a tymi prezentowanymi przez deweloperów notowanych na GPW. **Zagregowana oferta spółek giełdowych wzrosła na koniec 2017 r. o 5% r/r** przy jednoczesnym spadku oferty na 6 największych rynkach w Polsce o 9% r/r.

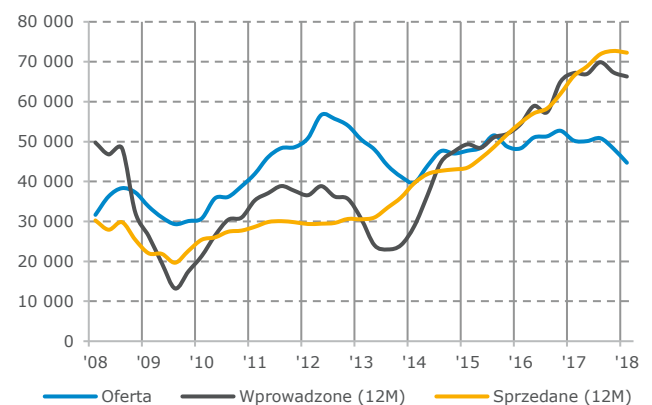
Liczba mieszkań sprzedanych przez deweloperów

(szt.)	1Q'18	1Q'17	r/r	4Q'17	q/q	2017	2016	r/r	2018P	Wykonanie prognozy*
Robyg	914	937	-2%	769	+19%	3 471	2 957	+17%	3 300	28%
Dom	848	806	+5%	1 049	-19%	3 975	2 735	+45%	3 934	22%
Atal	714	671	+6%	755	-5%	2 787	2 436	+14%	2 851	25%
LC Corp	649	553	+17%	600	+8%	2 029	2 092	-3%	2 018	32%
JWC**	426	401	+6%	580	-27%	1 819	1 575	+15%	1 638	26%
Echo	348	257	+35%	531	-34%	1 427	925	+54%	1 500	23%
Lokum	304	117	+160%	401	-24%	1 052	645	+63%	1 104	28%
Polnord***	298	336	-11%	355	-16%	1 389	1 023	+36%	1 273	23%
Budimex	270	392	-31%	237	+14%	1 457	1 615	-10%	1 450	19%
Vantage	265	253	+5%	305	-13%	1 034	812	+27%	1 000	27%
Archicom	257	366	-30%	437	-41%	1 429	942	+52%	1 600	16%
InPro	245	134	+83%	252	-3%	739	388	+90%	850	29%
Marvipol	200	180	+11%	193	+4%	765	627	+22%	950	21%
Ronson	189	259	-27%	170	+11%	815	821	-1%	876	22%
i2	123	98	+26%	432	-72%	813	422	+93%	742	17%
Suma	6 050	5 760	+5%	7 066	-14%	25 001	20 015	+25%	25 086	24%

Źródło: Spółki, *wykonanie rocznej prognozy po 1Q, ** w JWC tabela przedstawia sprzedaż brutto, szacujemy, że sprzedaż netto jest w skali roku niższa o 110-120 lokali, ***w Polnordzie dane ważone udziałem w projektach deweloperskich

Ponadto efektywność sprzedaży w trakcie całego 2017 r. kształtowała się w spółkach giełdowych na niższym poziomie niż na rynku. W samym 1Q'18 różnica wyniosła aż **8 p.p.** (w '17 różnica stanowiła średnio 6 p.p.). Stanowi to odwrócenie trendów obserwowanych w latach 2014-2015. Uważamy, że relatywnie niższe tempo sprzedaży mieszkań w spółkach notowanych na GPW wynika z **mniej elastycznej polityki cenowej**, celowo stosowanej przez część deweloperów. Może to się przełożyć na wyższy wzrost cen mieszkań niż wynika z publikowanych na rynku indeksów cenowych.

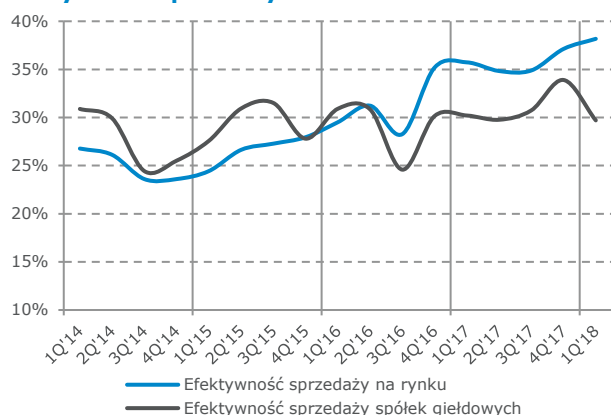
Podaż i sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w Polsce (ostatnie 12M) (szt.)



Źródło: REAS; *agregacja dla rynków: Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznania oraz Łodzi

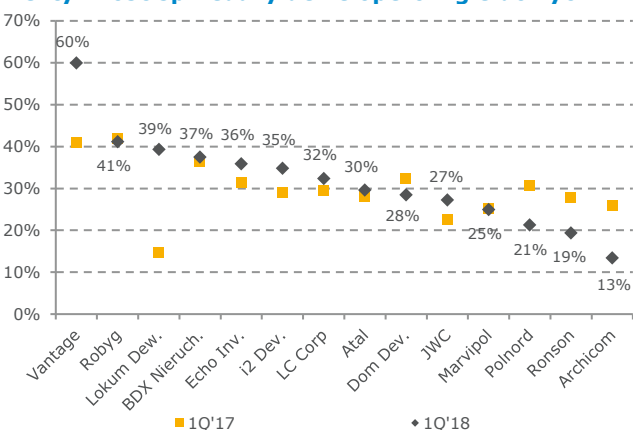
W całym 2018 zakładamy stabilizację sprzedaży mieszkań w spółkach giełdowych. Fakt, że w minionym roku spółki nie maksymalizowały wolumenów sprzedaży wspiera nasze szacunki. Po 1Q nasze całoroczne szacunki są zrealizowane w **24%**. Szczególnie dobry wynik w 1Q osiągnął LC Corp, który realizuje 32% naszej całorocznej prognozy oraz Lokum (28%). Niskie wykonanie prognoz w Archicomie i i2 przypisujemy sztywnej polityce cenowej (ARH) oraz ograniczonej ofercie (I2D), która powinna być uzupełniona w kolejnych kwartałach.

Efektywność sprzedaży mieszkań*



Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku, REAS, *efektywność sprzedaży - liczba mieszkań sprzedanych w kwartale / liczba mieszkań w ofercie na koniec poprzedniego kwartału

Efektywność sprzedaży deweloperów giełdowych*

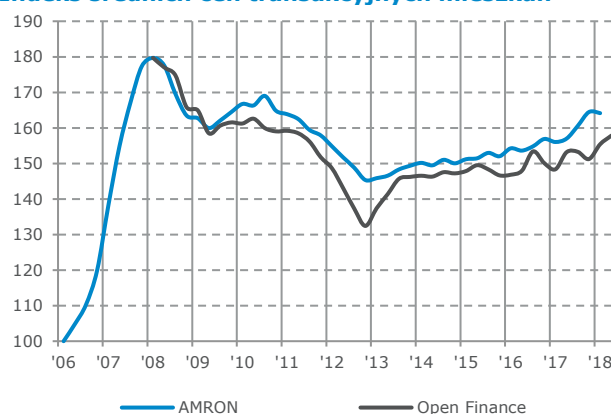


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, * Efektywność sprzedaży - liczba mieszkań sprzedanych w kwartale względem oferty na początku kwartału

Ceny mieszkań

Obserwowany w ostatnich kilku latach delikatny wzrost cen mieszkań nabrał rozpędu w ostatnim czasie. Według danych AMRON, w latach 2014-2017 ceny mieszkań wzrosły średnio o 2% rocznie. **Na przełomie 2017 i 2018 r. dynamika cen wyniosła 5%.** Podobne wzrosty są również widoczne w danych Open Finance-Home Broker oraz danych REAS.

Indeks średnich cen transakcyjnych mieszkań

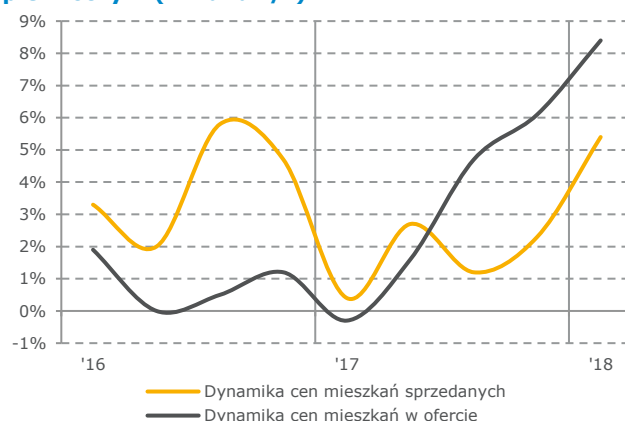


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych AMRON oraz Open Finance i Home Broker

Co interesujące, **cenę ofertową** na rynku pierwotnym (REAS) rosną od kilku kwartałów znacznie mocniej (**+8,4% w 1Q'18**). Dynamika cen wprowadzonych do oferty osiągnęła w 1Q niemal 10%, co może zwiastować dalsze przyspieszenie wzrostu cen transakcyjnych w kolejnych kwartałach 2018 r.

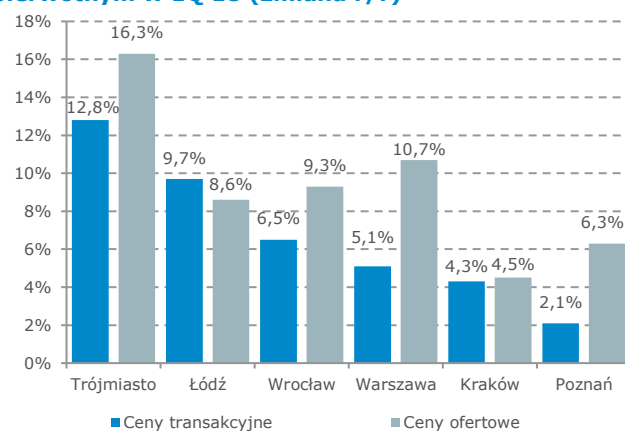
Tempo wzrostu cen mieszkań istotnie waha się na poszczególnych rynkach. Najsilniejszą dynamiką od dłuższego czasu charakteryzuje się rynek trójmiejski (+13% r/r), podczas gdy relatywnie najniższe tempo wzrostu cen występuje w Poznaniu (+2% r/r). Ponadprzeciętne wzrosty cen mieszkań w Trójmieście można tłumaczyć utrzymującą się od dłuższego czasu relatywnie niską ofertą. Historycznie **efektywność sprzedaży silnie korelowała z cenami mieszkań**. Obecne tempo sprzedaży jest najwyższe od 2007 roku, co jest jednym z głównych argumentów przemawiających za wzrostami cen. Ponadto, na rynku wciąż aktualne są czynniki hamujące podaż mieszkań (dostęp do gruntów, procedury administracyjne, dostępność i koszt wykonawców) oraz sprzyjające popytowi na nie (otoczenie makroekonomiczne), co w efekcie powinno utrzymać bardzo wysoką efektywność sprzedaży przynajmniej do końca 2018 roku.

Dynamika cen transakcyjnych i ofertowych na rynku pierwotnym (zmiana r/r)



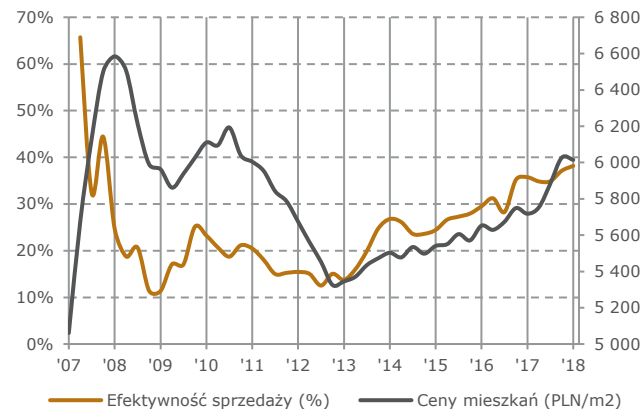
Źródło: REAS

Dynamika cen transakcyjnych i ofertowych na rynku pierwotnym w 1Q'18 (zmiana r/r)



Źródło: REAS

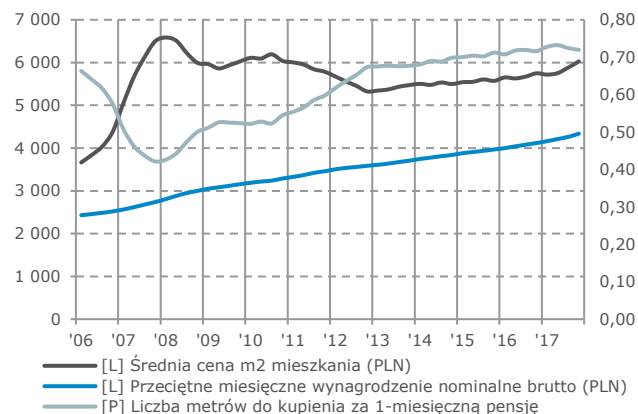
Korelacja między efektywnością sprzedaży a cenami mieszkań



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AMRON i REAS

Nominalny poziom cen wciąż nie powinien stanowić bariery dla ich wzrostu. **Cena m² mieszkania jest przeciętnie o 10% niższa niż w szczycie poprzedniego cyklu**, podczas gdy **przeciętne wynagrodzenie o 55% wyższe**. Również w czasie trwającej hossy na rynku mieszkaniowym ceny mieszkań nie nadążały za wynagrodzeniami. Ostatnie odczyty wskazują na niemal 8% wzrost przeciętnego wynagrodzenia brutto. W obecnym otoczeniu prawdopodobne jest utrzymanie **8-10% dynamiki wynagrodzeń w drugiej połowie (mBank)**.

Ceny mieszkań vs. wynagrodzenia



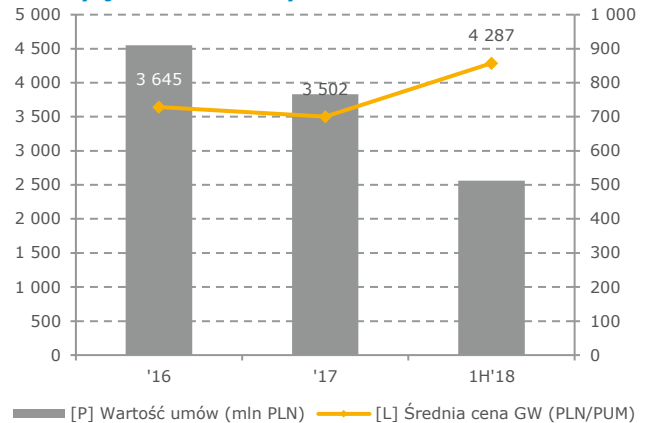
Źródło: szacunki własne na podstawie danych GUS i AMRON

Koszty budowy

Rosnące koszty materiałów i robocizny w połączeniu z wysokim popytem na usługi budowlane spowodowały znaczny wzrost kosztów wykonawstwa inwestycji mieszkaniowych. Sami deweloperzy najczęściej wskazują kilkunastoprocentowy wzrost kosztów. Potwierdzają to dane, które zebraliśmy dla Unibepu i Erbudu w okresie 2016-2018. U obu generalnych wykonawców segment mieszkaniowy był w ostatnich latach dominującym. W Erbudzie odpowiadał za ok. 30% raportowanych kontraktów, a w Unibepie niemal 50%. W okresie 2015-2016 wartość umów o generalne wykonawstwo w obu spółkach była względnie stabilna, kształtując się na poziomie 3500-3600 PLN/PUM. Załedwie 14% umów (5 z 35) przekraczało wartość 4000 PLN/PUM. **Skokowy wzrost kosztów jest widoczny począwszy od umów zawieranych w 4Q'17**. 77% umów (10 z 13) na generalne wykonawstwo zawartych od listopada ur. przekroczyło wartość 4000 PLN/PUM. Ich średnia wartość wyniosła **4300 PLN/PUM**, czyli **około 20% powyżej poziomu obserwowanego w dwóch minionych latach**.

Poszczególne umowy na generalne wykonawstwo nie są w pełni porównywalne z racji odmiennego standardu projektów. Niemniej jednak, w umowach dotyczących kolejnych etapów tych samych inwestycji, również obserwujemy dynamikę rzędu 15-20%.

Umowy Erbudu i Unibepu na generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowych w latach 2016-18



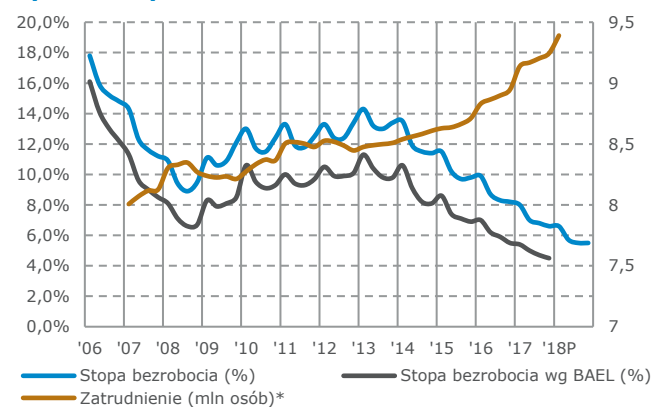
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Umowy Unibepu i Erbudu z ostatnich miesięcy były zawierane ze spółkami prywatnymi, niemniej mamy również kilka przykładów umów na GW raportowanych przez deweloperów giełdowych. Hochtief zrealizuje Ronsonowi inwestycję Grunwald2 za ok. 4100 PLN/PUM. Podobny koszt wykonawstwa szacujemy w umowie między Kamarem i Marvipolem na III etap Rivieri Park (Białoleka, WAR). Szacowany koszt GW w projekcie Marina Mokotów II (Budimex – Dom Development) to około 4700 PLN/PUM.

Otoczenie makro

Od dłuższego czasu zwracamy uwagę na kluczowe znaczenie **rynku pracy** oraz **stóp procentowych** na popyt na mieszkania. Najnowsze odczyty makro wspierają popyt na mieszkania. Bieżąca jak i oczekiwana stopa bezrobocia pozostaje w trendzie spadkowym. W 1Q'18 r. zatrudnienie w gospodarce narodowej wyniosło 9,4 mln osób (podmioty o zatrudnieniu powyżej 9 osób) i było o ok. 250 tys. wyższe r/r oraz o około 560 tys. osób wyższe niż 2 lata temu.

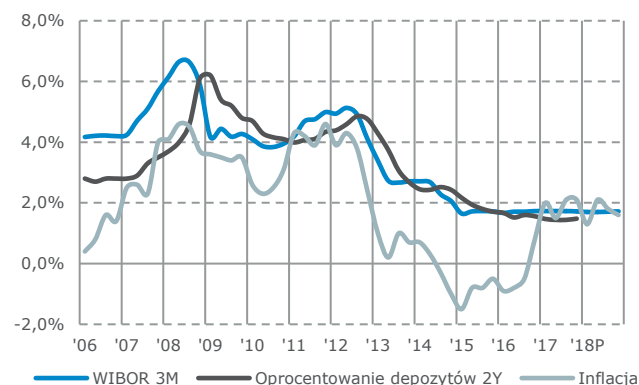
Rynek Pracy w Polsce



Źródło: GUS, *pracujący w gospodarce narodowej (podmioty powyżej 9 osób)

Inflacja w Polsce pozostaje poniżej celu inflacyjnego, wynoszącego 2,5%. Mediana prognoz ekonomistów zakłada stabilizację inflacji na poziomie 2,0% w bieżącym roku oraz wzrost do poziomu celu inflacyjnego w kolejnych dwóch latach. Taki scenariusz sprzyja scenariuszowi stabilizacji stóp procentowych na bieżącym poziomie w dłuższym okresie. W obecnym otoczeniu gwałtowny wzrost stóp procentowych lub oprocentowania depozytów wydaje się mało prawdopodobny. Konsekwentnie, mało prawdopodobne jest według nas załamanie popytu inwestycyjnego na mieszkania, który szacujemy na około 40% popytu ogółem. W oparciu o dane publikowane przez AMRON **średnią rentowność na wynajmie** mieszkania w dużym mieście szacujemy na **5,1%**, czyli **3,6 p.p. powyżej średniego oprocentowania 2-letnich depozytów**. Uważamy, że powyższy spread jest wysoki i nie zakładalibyśmy gwałtownego spadku popytu inwestycyjnego w przypadku jego zawężenia rządu 0,5-1,0 p.p. w następstwie (1) wzrostu cen mieszkań, (2) wzrostu oprocentowania depozytów.

Koszt pieniądza i inflacja w Polsce



Źródło: GUS

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym

(szt.)	1Q'18	1Q'17	r/r	2018P*	2017	r/r	Wykonanie**
Dom Dev.	416	230	+81%	3 801	2 890	+32%	11%
Robyg	100	318	-69%	-	2 106	-	-
JWC	80	146	-45%	1 346	1 035	+30%	6%
Polnord	323	109	+196%	1 234	1 126	+10%	26%
LC Corp	702	503	+40%	2 007	1 801	+11%	35%
Budimex	688	409	+68%	1 900	1 914	-1%	36%
Atal	830	501	+66%	2 549	2 285	+12%	33%
InPro	119	104	+14%	-	433	-	-
Ronson	301	299	+1%	834	832	+0%	36%
Marvipol	30	27	+11%	-	510	-	-
Vantage	59	181	-67%	-	885	-	-
Archicom	228	168	+36%	1 250	942	+33%	18%
Lokum	18	15	+20%	900	646	+39%	2%
i2	58	11	+427%	654	464	+41%	9%
Echo	108	95	+14%	901	1 006	-10%	12%
Suma	4 060	3 116	+30%			+16%	22%

Źródło: spółki; *prognoza Domu Maklerskiego mBanku; **wykonanie rocznej prognozy po 1Q'18

Potencjał wyników w latach '18-20

W latach '18-20 prognozujemy **wzrost zagregowanego zysku netto** dziewięciu analizowanych deweloperów mieszkaniowych w tempie CAGR **15%**. Najsilniejszego wzrostu spodziewamy się w bieżącym roku (+30%). W dwóch kolejnych latach szacujemy wzrost w tempie ok. 10% rocznie.

Rentowność wynajmu długoterminowego w 1Q'18

(tys. PLN)	Cena mieszkania	Miesięczny czynsz	Yield na wynajmie
Warszawa	439	1,682	4,6%
Kraków	340	1,433	5,1%
Wrocław	339	1,537	5,4%
Gdańsk	347	1,495	5,2%
Poznań	299	1,196	4,8%
Łódź	210	0,972	5,5%
Średnia	329	1,386	5,1%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych AMRON

Wyniki 1Q'18

Pierwszy kwartał roku w większości spółek z sektora nie należy do najmocniejszych. Jest to związane z kumulacją przekazanych mieszkań w ostatnim kwartale roku. W niektórych spółkach powyższa sezonowość jest szczególnie silna. Do tej grupy można zaliczyć **Lokum**, **Dom** oraz **Archicom**. Wśród pozostałych deweloperów przekazania mieszkań będą rozliczone bardziej równomiernie. W przypadku **LC Corp** 1Q'18 był prawdopodobnie najlepszym wynikiem kwartałem w tym roku, a w przypadku **Atalu** jednym z dwóch najlepszych (razem z 4Q).

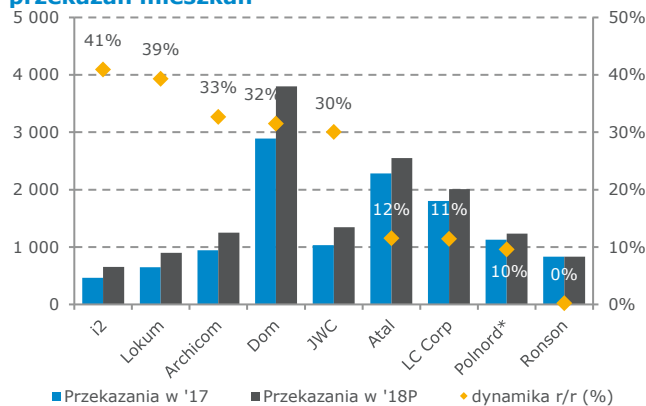
Marża deweloperska w spółkach giełdowych wyniosła w 1Q'18 **26,3%** i okazała się **o 1,0 p.p. wyższa r/r**. Wynik ten oceniamy pozytywnie. Jest on zbliżony do naszej prognozy dla całego 2018 r. oraz do wyniku osiągniętego przez spółki giełdowe w 2017 r. Podsumowując, w wynikach 1Q nie widać oznak presji na marżę.

Po 1Q nasza **prognoza zagregowanego ZN'18 jest wykonana w 20%** przy przekazaniu 22% mieszkań przewidzianych na 2018 r. Wstępnie szacowalibyśmy, że branża wypracuje również około 20% ZN w 2Q, około 15% w 3Q oraz 45% całorocznego zysku w ostatnim kwartale br.

W '18 roku oczyszczone wyniki będą wyższe we wszystkich analizowanych spółkach. W Archicomie oraz Lokum wyniki raportowane mogą okazać się niższe ze względu na pozytywne zdarzenia jednorazowe z ubiegłego roku. Główną przyczyną poprawy wyników jest **wzrost liczby rozliczanych mieszkań, łącznie o 21% r/r**. Szacujemy, że największy wzrost przekazanych mieszkań nastąpi w spółkach

wrocławskich (i2, Archicom, Lokum). Jedyną spółką, w której nie spodziewamy się wzrostu przekazania jest Ronson.

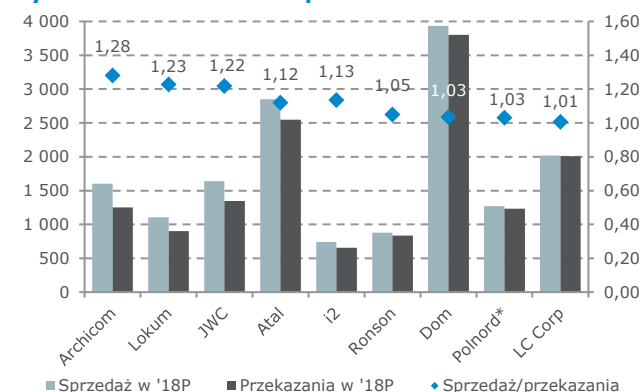
Liczba przekazanych mieszkań (szt.) i dynamika przekazania mieszkań



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

Głównym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz wyników w '18 są opóźnienia na budowach, które mogą skutkować przesunięciami przekazania mieszkań na 2019 r. Z tego względu przyjęliśmy konserwatywny scenariusz, że **36% lokali**, których budowa ma zakończyć się w '18, zostanie rozliczona w wynikach '19 i częściowo również '20 roku. Łącznie stanowi to **6,0 tys. lokali**. Dla porównania, na koniec '17 roku spółki posiadały łącznie 3,8 tys. mieszkań gotowych (29% rocznej podaży), a na koniec '16 2,5 tys. mieszkań (26%).

Prognozowana liczba mieszkań rozliczonych w wyniku vs. oczekiwana sprzedaż mieszkań w 2018 r.



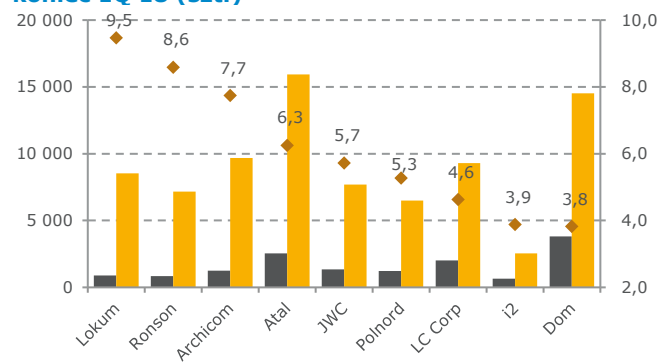
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

Zwracamy uwagę, że w wynikach '18 spółki powinny rozliczyć mniej mieszkań niż wynosi ich bieżąca sprzedaż. Przy zakładanej stabilizacji sprzedaży, **tegoroczne wolumeny sprzedaży mieszkań powinny być o około 10% wyższe od przekazania**. Przypominamy, że w samym 1Q sprzedaż wzrosła o 5%, a utrzymanie powyższego wzrostu nie jest niezbędnym warunkiem do realizacji naszych prognoz zarówno w '18 jak i kolejnych dwóch latach.

Prognozy na '19 naturalnie są obciążone większym ryzykiem, niemniej prawie wszystkie projekty planowane do rozliczenia w przyszłym roku znajdują się obecnie w budowie. **Na koniec '17 roku łącznie w budowie znajdowało się o 18% więcej mieszkań niż na koniec '16**. Zakładamy, że w latach '18-19 łącznie zostanie zakończona budowa 29,4 tys. lokali. Niemal 90% z nich znajdowało się w budowie na koniec '17 roku.

W kontekście wyników na lata '20+ znaczenia nabiera **wielkość i struktura banku ziemi**. W tym aspekcie różnice między deweloperami są znaczące i w praktyce mogą decydować o tym, która spółka ma potencjał do zwiększenia udziału w rynku. W naszej ocenie, sytuacja większości analizowanych deweloperów jest dobra lub bardzo dobra. Intuicja podpowiada, że giełdowi deweloperzy powinni mieć zabezpieczone relatywnie duże zasoby gruntów, porównując do spółek nie giełdowych. Wynika to choćby z łatwiejszego dostępu do kapitału. Posiadane przez spółki giełdowe „zapas” (**mieszkania gotowe + w budowie + w przygotowaniu**) stanowią odpowiednik około **5-letniej sprzedaży**. Sam **bank ziemi** (grunty, na których jeszcze nie rozpoczęto budowy) stanowi odpowiednik ponad **3-letniej sprzedaży**. Uważamy, że w obecnym otoczeniu rynkowym (rosnące ceny i ograniczona podaż gruntów) duży bank ziemi jest zjawiskiem pożądanym. Pod tym kątem pozytywnie wyróżniają się **Archicom, Lokum i Ronson**, przy czym, biorąc pod uwagę jakość i dywersyfikację banku ziemi, pierwsze dwie spółki mają najbardziej komfortową sytuację.

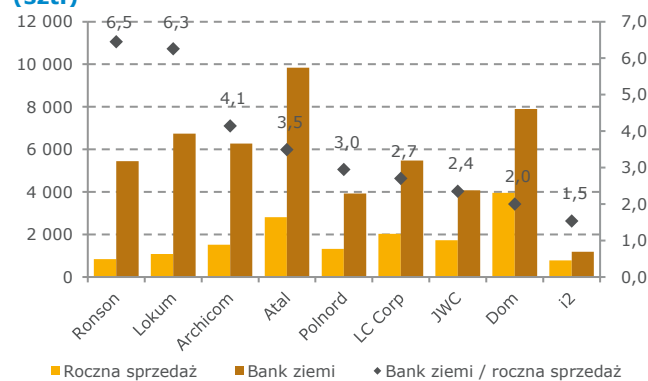
Potencjał przekazania mieszkań deweloperów na koniec 1Q'18 (szt.)*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *potencjał przekazania = mieszkania gotowe + mieszkania w budowie + mieszkania do wybudowania na posiadanym banku ziemi

Deweloperzy giełdowi nabywali w ostatnich latach grunty po rozsądnych cenach – zaskakująco niskich, biorąc pod uwagę panujące na rynku trendy. Szacujemy, że spółki **Atal, Archicom, LC Corp, Lokum i Ronson** zabezpieczyły od początku 2016 r. grunty na 26 tys. mieszkań za cenę ok. 1,16 mld PLN. Średnia cena za powyższe działki to ok. **830 PLN/PUM**. Koszt w przeliczeniu na PUM rósł z roku na rok, w tempie ok. 10% (760 PLN w '16, 840 PLN w '17 oraz 940 PLN w pierwszych miesiącach '18). Powyższe porównanie cen na przestrzeni czasu należałoby skorygować o różnice w lokalizacji i sytuacji prawnej gruntów.

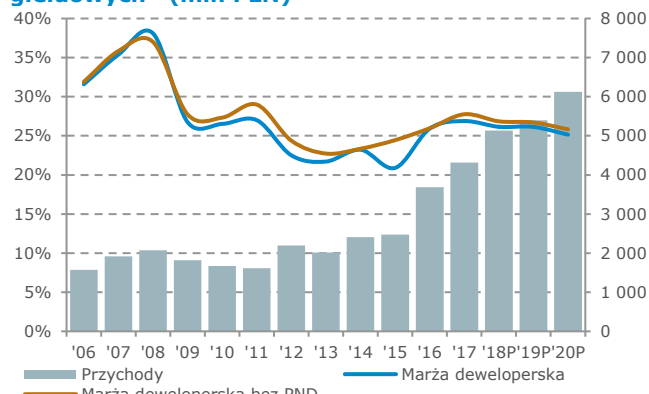
Potencjał banku ziemi deweloperów na koniec 1Q'18 (szt.)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Sądzymy, że zakupy dokonywane w ciągu ostatniego roku dotyczyły „trudniejszych” gruntów, wymagających dłuższej ścieżki administracyjnej, stąd faktyczny wzrost cen porównywalnych działek był znacznie wyższy. Według nas, analizowane spółki unikały zakupów po wysokiej cenie, ryzykując dłuższy okres niezbędny do przygotowania inwestycji. Z powyższego względu zakładamy **w '20 wzrost przychodów o około 13%**, choć z punktu widzenia potencjału samych banków ziemi można sobie wyobrazić znacznie wyższe dynamiki. Ostrożność przy szacowaniu przychodów '20 roku jest również uzasadniona ograniczoną dostępnością generalnych wykonawców oraz długą ścieżką administracyjną przy pozyskiwaniu pozwoleń na budowę. Komentarze spółek wskazują, że w tym obszarze sytuacja uległa pogorszeniu w ostatnich latach.

Przychody i marża brutto na sprzedaży deweloperów giełdowych* (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Zagregowana **marża** deweloperów giełdowych wyniosła w '17 **27%** i była najwyższą od sześciu lat. Najniższą rentowność osiągnął Polnord (15%), a najwyższą Lokum Deweloper (40%), przy czym Lokum był jedyną spółką, w której I marża przekroczyła poziom 30%. Analizując poziom marż deweloperskich ma przestrzeni ostatnich 12 lat zwracamy uwagę na kilka kwestii. **(1)** rekordowe marże branża osiągnęła w '08 roku (38%). Co ciekawe, był to również okres żniw w spółkach budowlanych, które w okresie '08-09 osiągnęły swe rekordowe marże. **(2)** najniższą rentowność sektor osiągnął w '13 (oczyszczając dane o rentowność Polnordu, zaburzoną w ostatnich latach zdarzeniami jednorazowymi). W ostatnich czterech latach marże deweloperskie znajdowały się w umiarkowanym trendzie wzrostowym. **(3)** w ostatnich dwunastu latach poziom marż dobrze korelował z cenami mieszkań. Lokalne szczyty i dołki na marżach były poprzedzone szczytami i dołkami na cenach mieszkań. **(4)** ubiegłoroczna marża była zbliżona do 12-letniej średniej. Historyczne wahania rentowności r/r były umiarkowane i nie przekraczały 2 p.p. z wyjątkiem lat '09 oraz '12, w których to okresach dochodziło do załamania koniunktury gospodarczej, a spadek I marży wyniósł odpowiednio 9,3% oraz 4,6%. **(5)** średnia marża w analizowanych spółkach nie spadała poniżej 20%.

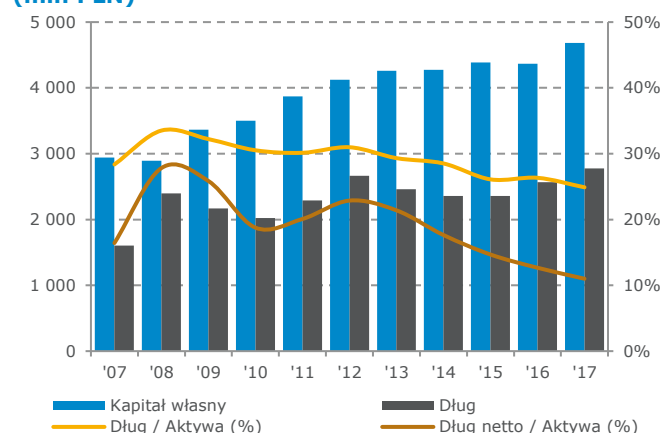
Analizując historyczne trendy oraz bieżące otoczenie rynkowe **prognozujemy umiarkowany spadek średniej marży deweloperów giełdowych o latach '18-20** (średnio w tempie 0,6 p.p. rocznie). Głównym katalizatorem spadku rentowności będzie wzrost kosztów budowy, przy czym powinien być on w dużym stopniu zneutralizowany obserwowanym wzrostem cen mieszkań. Przyjmując, że statystycznie koszty budowy stanowią ok. 60% ceny mieszkania, wzrost kosztów wykonawstwa o 20% wymaga około 12% wzrostu cen mieszkań, by utrzymać marżę.

Uważamy, że presja cenowa na rynku gruntów nie będzie miała istotnego wpływu na pogorszenie marż w latach '18-20. Na powyższy okres spółki giełdowe mają zabezpieczone działki po atrakcyjnych cenach, a w niektórych spółkach również lata '21-22 są zabezpieczone od strony gruntów.

Źródła finansowania

Pięcioletni okres poprawy koniunktury w branży mieszkaniowej był jednocześnie okresem silnego spadku zadłużenia branży. Wskaźnik **dług netto/aktywa** spadł z 23% w '12 do **11% na koniec '17 roku**. Warto podkreślić, że powyższy spadek dokonał się w okresie dynamicznego wzrostu skali działalności deweloperów oraz przy zachowaniu hojnej polityki dywidendowej w wielu spółkach.

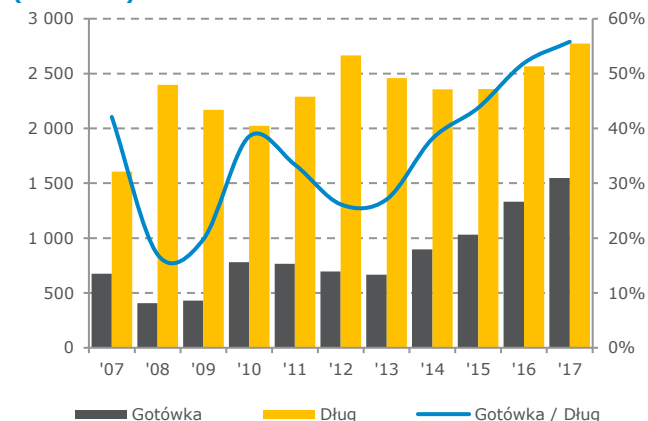
Struktura kapitału deweloperów giełdowych* (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Patrząc bardziej szczegółowo, **spadek zadłużenia netto był związany z dwukrotnym wzrostem salda gotówki** w analizowanych spółkach. Nominalny poziom zadłużenia nie uległ istotnej zmianie między '12 a '17 rokiem. Na koniec '12 roku posiadana przez deweloperów gotówka stanowiła około ¼ łącznego zadłużenia odsetkowego, podczas gdy na koniec '17 roku już ponad ½. **Obecna struktura daje spółkom znacznie większą elastyczność, choćby w kontekście kształtowania polityki dywidendowej.** Pozwala również wykorzystywać okazje na rynku gruntów.

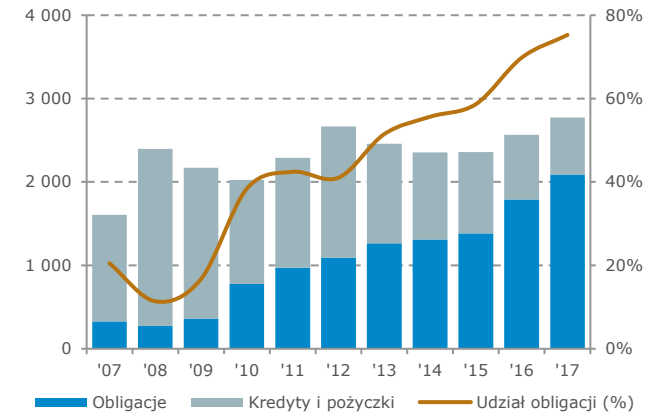
Saldo gotówki i zadłużenie deweloperów giełdowych (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Istotna zmiana dokonała się na poziomie struktury zadłużenia. **Udział obligacji w długi wzrósł z 10-20% w latach '07-09 do około 75% w '17 roku.** Powyższa struktura daje deweloperom większą elastyczność w dysponowaniu środkami lecz jednocześnie zwiększa ryzyko płynności.

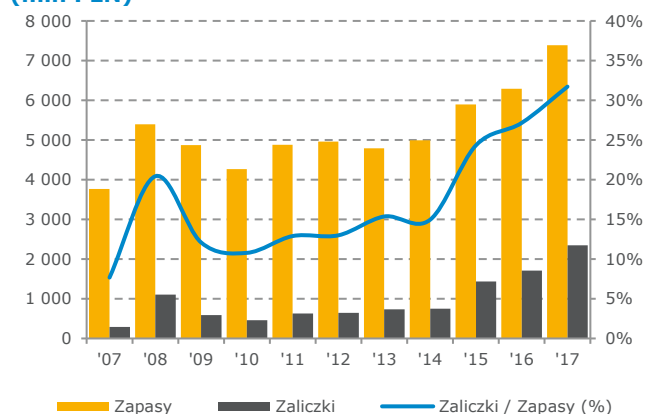
Struktura zadłużenia - udział obligacji w długi deweloperów giełdowych (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Główną przyczyną obniżenia wskaźników zadłużenia w ostatnich pięciu latach był **gwałtowny wzrost zaliczek od klientów wśród źródeł finansowania.** Uważamy, że powyższe zjawisko sprzyjało również zmianie struktury długu. Deweloperzy zaczęli rezygnować z kredytów celowych, których wykorzystanie w trakcie budowy i tak byłoby niewielkie. **W latach '11-14 zaliczki finansowały zaledwie 13-15% zapasów vs. 32% na koniec '17 roku.**

Zaliczki vs. zapasy deweloperów giełdowych (mln PLN)

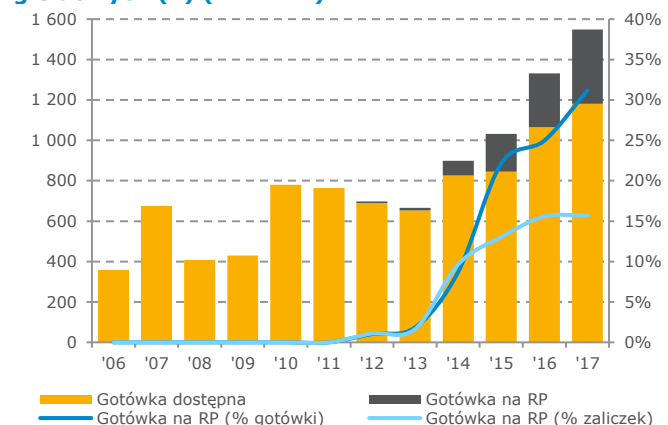


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Od '14 roku w związku z wejściem w życie ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego (tzw. ustawa deweloperska) zaliczki na mieszkania są gromadzone na tzw. **Mieszkaniowych Rachunkach Powierniczych.** Obecnie obowiązująca ustawa dopuszcza istnienie zarówno rachunków otwartych, z których wypłata zdeponowanych środków następuje zgodnie z harmonogramem przedsięwzięcia deweloperskiego, jak również rachunków zamkniętych, z których wypłata następuje jednorazowo, po przeniesieniu na nabywcę praw wynikających z umowy deweloperskiej. W praktyce deweloperzy korzystają z rachunków otwartych, pozwalających im finansować z wpłat klientów bieżącą

działalność. **W latach '16-17 udział środków zdeponowanych na rachunkach powierniczych ustabilizował się na poziomie około 16% całości zaliczek.** Kwota ta zarazem stanowiła niemal 1/3 środków pieniężnych posiadanych przez deweloperów na koniec '17 roku. Powyższe zjawisko stawia w nieco gorszym świetle przedstawiane statystyki dotyczące spadku zadłużenia netto deweloperów giełdowych. Saldo gotówki wprawdzie wzrosło w okresie '12-17 o około 120%, niemniej uwzględniając jedynie środki pieniężne, którymi deweloperzy mogą swobodnie dysponować, wzrost ten był o około połowę niższy.

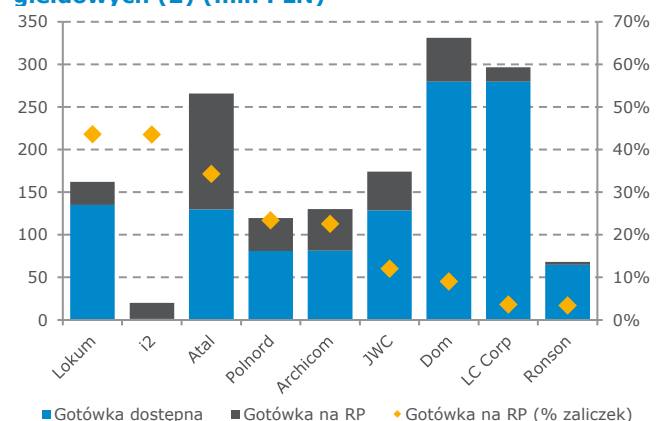
Gotówka na rachunkach powierniczych deweloperów giełdowych (1) (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Poszczególne spółki znacznie różnią się w zakresie efektywności zarządzania środkami zdeponowanymi na rachunkach powierniczych. Najlepsze statystyki występują w **Ronsonie, LC Corp i Dom Development**, gdzie środki zdeponowane na Mieszkaniowych Rachunkach Powierniczych nie przekraczają 10% zaliczek. Po drugiej stronie są Lokum, i2 Development oraz Atal, którzy na koniec '17 roku nie mogli dysponować aż 35-45% zaliczek wpłaconych przez nabywców mieszkań.

Gotówka na rachunkach powierniczych deweloperów giełdowych (2) (mln PLN)



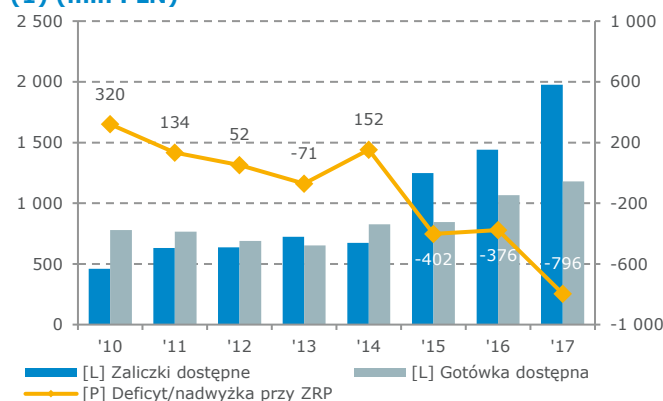
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych Spółek

Niepewna przyszłość otwartych rachunków powierniczych

4 czerwca na stronach Rządowego Centrum Legislacji (RCL) został opublikowany projekt zmiany ustawy deweloperskiej, która weszła w życie w kwietniu 2012 r. i nakładała na deweloperów obowiązek prowadzenia Mieszkaniowych Rachunków Powierniczych (MRP). Autorem projektowanych zmian jest Prezes UOKiK. **Najistotniejszą zmianą, którą chce wprowadzić urząd jest likwidacja otwartych MRP bez zabezpieczenia.** Propozycja likwidacji otwartych MRP była już konsultowana z branżą mieszkaniową na długo przed pojawieniem się projektu ustawy w RCL. Polski Związek Firm Deweloperskich (PZFD) wielokrotnie negatywnie wypowiadał się na ten temat. Mimo to **UOKiK konsekwentnie forsuje swój pomysł, co w naszej ocenie znacznie zwiększa prawdopodobieństwo wejścia w życie nowych rozwiązań.** UOKiK szacuje, że ewentualny wzrost cen mieszkań w następstwie likwidacji otwartych rachunków powierniczych nie powinien przekroczyć 2% (koszt związany z obsługą dodatkowego zadłużenia). UOKiK zakłada jednocześnie, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest poniesienie powyższego kosztu przez deweloperów. Jeśli powyższa argumentacja okaże się wystarczająca dla parlamentu i ustawa w zaproponowanym kształcie zostanie uchwalona, możemy być świadkami dużych zmian na rynku mieszkaniowym w Polsce.

Propozycja spotkała się z silnym protestem Polskiego Związku Firm Deweloperskich (PZFD), który uważa, że dotychczasowy zakres ochrony jest wystarczający, a **likwidacja otwartych rachunków wyeliminuje małe i średnie spółki deweloperskie, doprowadzi do monopolizacji rynku i niespotykanego wcześniej wzrostu cen.** Związek szacuje, że obecnie banki przeznaczają na projekty deweloperskie niewiele ponad 6 mld PLN, a po zmianach **niezbędne finansowanie wzrośnie do ok. 60 mld PLN.** Barierą przy zwiększeniu akcji kredytowej mogą okazać się limity koncentracji kapitału w bankach w ramach jednego sektora. Ponadto, barierą nie do przeskoczenia dla małych podmiotów może być ustanowienie zabezpieczenia kredytu.

Nadwyżka/deficyt gotówki u deweloperów giełdowych przy założeniu likwidacji otwartych MRP (1) (mln PLN)

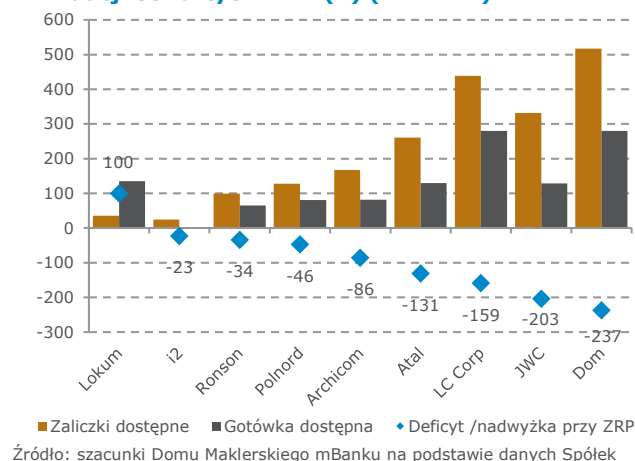


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, *zagregowane dane dla ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND i RON na podstawie dostępnych danych. Dane dla wszystkich 8 spółek dostępne od 2012 r.

Obawy PZFD wydają się uzasadnione. Uważamy, że **głównymi beneficjentami zaproponowanych zmian będą banki oraz najsilniejsi kapitałowo deweloperzy.** Dla lokalnych deweloperów, działających na niewielką skalę, raczej zabraknie miejsca na rynku, co mocno przyspieszy konsolidację oraz może wywołać silny wzrost cen mieszkań.

Czy i kiedy on nastąpi w dużej mierze zależy od tempa wprowadzanych zmian. Szacujemy, że realnie obowiązek wprowadzenia zamkniętych rachunków (lub otwartych z gwarancją) może nastąpić w 4Q'19. Można założyć, że przed wejściem nowych przepisów deweloperzy gwałtownie zwiększą ofertę, by obejść ustawę, co w pierwszym momencie obowiązywania ustawy może ograniczyć presję wzrostową na cenach mieszkań.

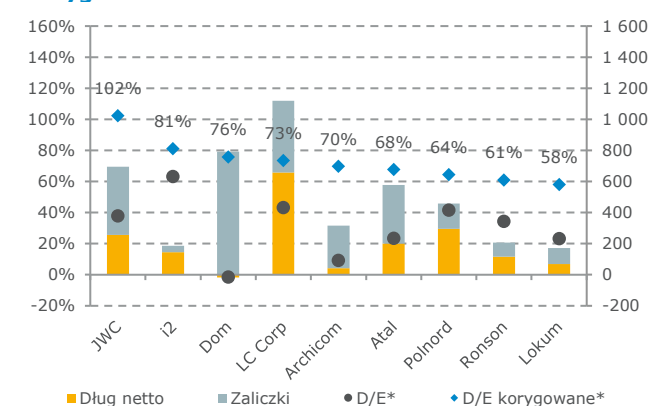
Nadwyżka/deficyt gotówki u deweloperów giełdowych na koniec 2017 r. przy założeniu likwidacji otwartych MRP (2) (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych Spółek

Skalę potencjalnych problemów sektora po nowelizacji ustawy widać przy porównaniu salda zaliczek będących do dyspozycji i salda gotówki w sektorze deweloperskim. W analizowanych **spółkach w latach '15-16 zobowiązania z tytułu zaliczek o około 400 mln PLN przewyższały wartość środków pieniężnych.** Na koniec '17 roku była to już wartość **800 mln PLN.** Sytuacja różni się w poszczególnych spółkach. Najbardziej komfortowo w obliczu możliwych zmian wygląda bilans spółki **Lokum**, która relatywnie w niewielkim stopniu finansowała działalność zaliczkami klientów. Po przeciwnej stronie znajdują się **Dom, JWC i LC Corp**, które szybko zwalniają środki z rachunków powierniczych i tym samym likwidacja otwartych rachunków uderzyłaby w te spółki najsilniej (również ważąc deficyt gotówki wielkością aktywów).

Wskaźniki zadłużenia na koniec 1Q'18 przed po skorygowaniu o zaliczki



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, * D/E – dług netto/kapitał własny, D/E korygowane – dług netto powiększony o zaliczki na mieszkania / kapitał własny

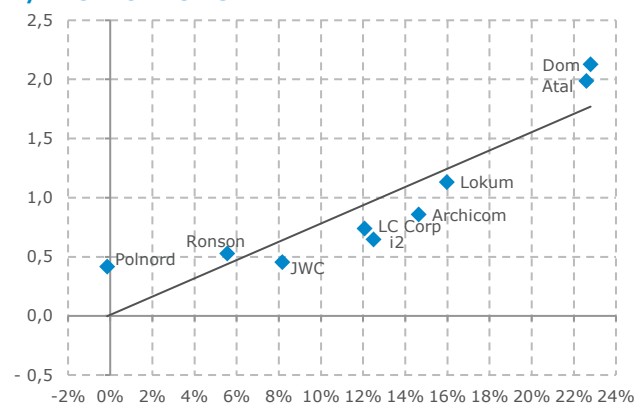
Dług netto na koniec 1Q'18 stanowił w analizowanych spółkach **29% kapitałów własnych**, lecz przy powiększeniu długu netto o wartość zaliczek, **skorygowany wskaźnik zadłużenia wynosi 74%.** W poszczególnych

spółkach tak liczony wskaźnik zadłużenia kształtuje się między **60-100%** (najwyższy w JWC i i2, a najniższy w Lokum i Ronsonie). Wśród zagrożeń, które dostrzegamy w związku z nowelizacją ustawy deweloperskiej są **(1) wzrost kosztów finansowania** oraz **(2) spadek kwot wypłacanych dywidend.** Tylko dla 9 analizowanych spółek potencjalny koszt zastąpienia zaliczek kredytami to kwota około 100 mln PLN. Pojawia się pytanie, czy dodatkowe finansowanie będzie udzielane sektorowi na preferencyjnych warunkach? Wszak źródłem finansowania dodatkowych kredytów budowlanych będą środki pochodzące w zatrzymanych przez banki zaliczek. Przyszła polityka dywidendowa spółek z sektora będzie natomiast zależała od kształtu kowenantów nakładanych przez banki i obligatariuszy.

Selekcja w ramach sektora

Spośród analizowanych dziewięciu deweloperów giełdowych preferujemy w następującej kolejności (1) **LC Corp**, (2) **Archicom**, (3) **Lokum** (4) **Atal**, (5) **Dom**. Relatywnie mniej atrakcyjne przy bieżących cenach rynkowych są (1) **Polnord**, (2) **JWC**, (3) **Ronson**, (4) **i2**.

P/B vs. ROE '18-19

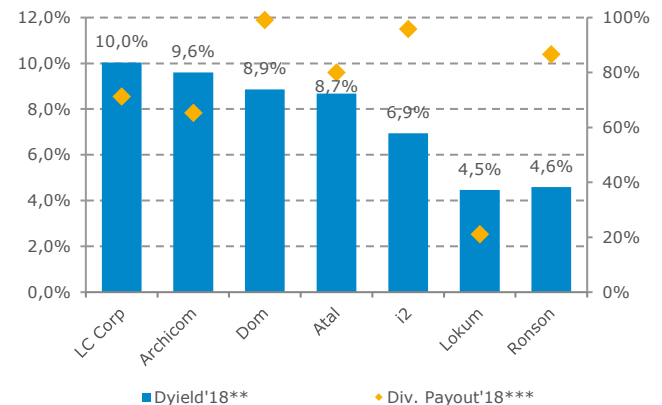


Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Generalnie preferujemy spółki postrzegane jako jakościowe, charakteryzujące się wysokim zwrotem z kapitału. Akceptujemy fakt, że są one relatywnie droższe na wskaźnikach (szczególnie P/BV). Uważamy, że w powinny one dobrze sobie radzić nawet w okresie spowolnienia w sektorze nieruchomości mieszkaniowych i brać udział w konsolidacji rynku, która może nastąpić po wejściu w życie nowelizacji ustawy deweloperskiej. Są to jednocześnie spółki regularnie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami. Szacujemy, że część z nich (LCC, 1AT, DOM) wypłaci akcjonariuszom w ciągu najbliższych 24 miesięcy łącznie kwotę stanowiącą ponad 30% kapitalizacji.

Najbardziej preferowaną spółką pozostaje **LC Corp**, którego kurs, mimo dobrych wyników finansowych i sprzedażowych, spadł od początku roku o kilkanaście procent. Na P/E i P/B spółka jest notowana z około 25% dyskontem do pozostałych preferowanych przez nas deweloperów oraz oferuje o około 10% wyższą dywidendę. Ponadto, prawdopodobna jest wypłata dywidendy nadzwyczajnej w przypadku sprzedaży przez spółkę któregoś z biurowców.

Wskaźniki '18 DYield (LS) oraz Div. Payout (PS) deweloperów giełdowych*



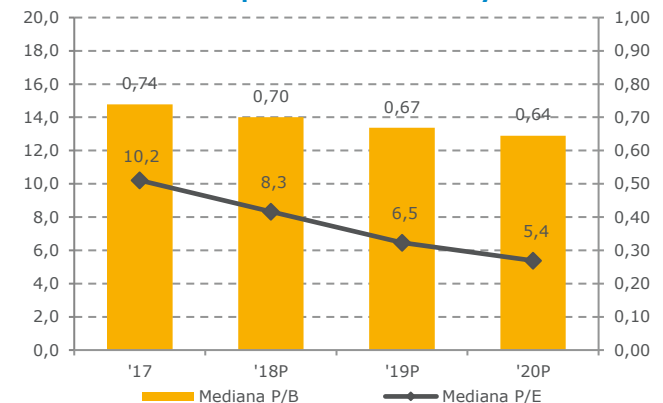
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

*akcje LCC, DOM, 1AT oraz i2 wciąż są notowane z prawem do dywidendy za 2017 r. W RON zakładamy uchwalenie dywidendy w drugiej połowie roku.

**Wypłata w '18 r. z zysku za '17 r.

***Div. Payout kalkulowany względem skonsolidowanego zysku netto za '17 r.

Szacowane wskaźniki P/B oraz P/E na lata '17-20 dla sektora deweloperów mieszkaniowych*



Źródło: szacunki i prognozy mDM, *mediana dla 9 deweloperów giełdowych

Zmiana prognoz od ostatniej rekomendacji

	'18P	'19P	'20P
Archicom	-1%	+1%	+2%
Atal	-2%	-3%	-1%
Dom Development	+1%	-2%	+4%
i2 Development	-10%	-16%	+28%
JWC	-34%	+21%	+3%
LC Corp	0%	-3%	-1%
Lokum Deweloper	0%	-2%	-1%
Polnord	-94%	-113%	-35%
Ronson	-33%	-20%	+7%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Archicom

Archicom był w ostatnich dwóch latach jedną z najsilniej rosnących spółek w branży. Rozwój organiczny został wsparty akwizycją spółki mLokum w połowie 2017 roku. Owocem tych działań jest wzrost liczby mieszkań w budowie o 70% r/r i wzrost wielkości banku ziemi o 50% r/r. Wrocław pozostaje dominującym rynkiem działalności Archicomu z około 90% udziałem w sprzedaży. Przejęcie mLokum otworzyło jednocześnie przed spółką cztery nowe rynki (Poznań, Kraków, Trójmiasto, Łódź), na których będzie ona rozwijać działalność w kolejnych latach. Od początku obecności Archicomu na GPW, spółka zwiększa poziom wypłacanej dywidendy. W bieżącym roku Archicom zbliżył się pod tym względem do spółek o najwyższym DYield w sektorze: DOM, 1AT, LCC (około 9%). Perspektywy na najbliższe lata są obiecujące. W latach 2019-2020 prognozujemy wzrost oczyszczonego ZN o 64% względem lat 2017-2018, co przekłada się na wskaźnik P/E'19-20 ok. 6x. Powyższe szacunki powstały przy założeniu 1500-1600 przekazanych mieszkań, podczas gdy cel sprzedażowy Zarządu na bieżący rok to ok. 1650 lokali. Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważają” dla akcji Archicomu.

Archicom - atrakcyjny podmiot do przejęcia

Niską wycenę Archicomu na P/BV (0,87x) można uzasadnić relatywnie niskim zwrotem z kapitału (ROE'18-20 ~14%), wynikającym między innymi z zaangażowania w nieruchomości komercyjne. Wycena z dyskontem do NAV zwiększa w naszej ocenie prawdopodobieństwo przejęcia Archicomu przez podmiot mający ambicję konsolidować rynek. Tym bardziej, że w okresie 2016-2018 spółka wydała na grunty ok. 250 mln PLN, płacąc atrakcyjną cenę z dzisiejszej perspektywy (ok. 850 PLN/PUM).

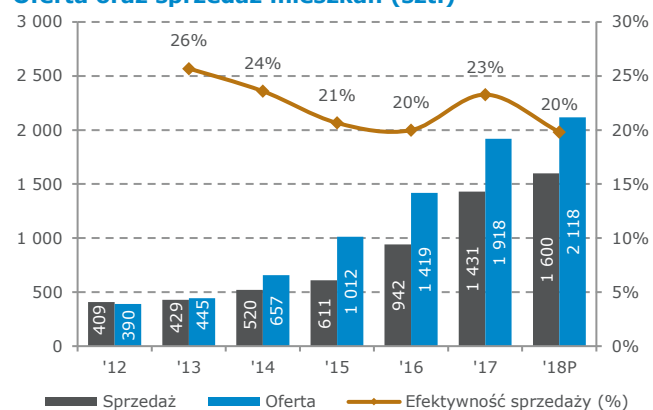
Prognozy wyników Archicomu na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	128,7	156,6	282,3	330,3	432,9	548,2	528,1
Zysk brutto na sprzedaży	43,8	50,9	78,5	90,5	117,0	145,5	137,5
Marża	34,0%	32,5%	27,8%	27,4%	27,0%	26,5%	26,0%
EBIT bez rewaluacji	29,0	42,8	45,7	48,9	66,0	94,3	85,2
Rewaluacja	14,0	0,3	-1,0	16,8	10,0	10,0	0,0
EBIT	43,0	43,1	44,7	65,7	76,0	104,3	85,2
Zysk brutto	39,1	44,9	43,4	67,2	72,4	99,9	80,1
Zysk netto	37,9	42,8	37,3	56,5	54,9	79,1	63,1
Zysk netto korygowany*	26,6	42,5	38,1	35,2	46,8	71,0	63,1
Kapitał własny	245,0	290,3	374,7	447,0	465,0	508,2	533,0
ROE	18,2%	17,5%	12,9%	15,1%	12,3%	17,0%	12,4%
Dług netto	127,2	37,0	43,0	65,9	121,4	163,0	177,8
Dług netto / kapitał własny	52%	13%	11%	15%	26%	32%	33%
EV	406,5	316,3	392,2	450,0	505,4	547,1	561,9
DPS	0,00	0,00	0,92	1,01	1,44	1,40	1,50
DYield	0,0%	0,0%	6,1%	6,7%	9,6%	9,3%	10,0%
P/E	7,4	6,5	9,4	6,8	7,0	4,9	6,1
P/E korygowane*	10,5	6,6	9,2	10,9	8,2	5,4	6,1
P/BV	1,14	0,96	0,93	0,86	0,83	0,76	0,72

Kurs akcji (PLN)	15,00
Liczba akcji (mln szt.)	25,6
Kapitalizacja (mln PLN)	384

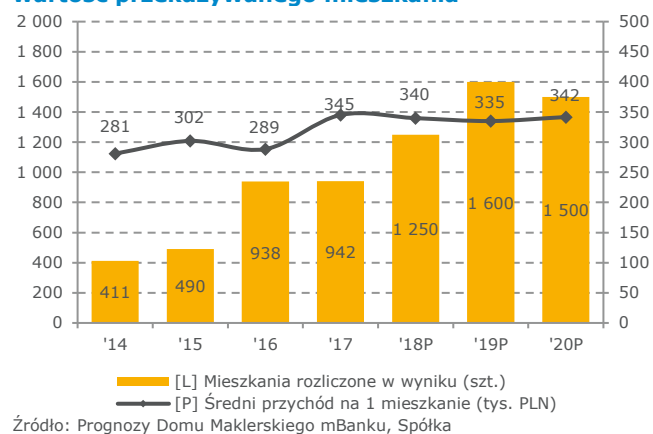
Źródło: Archicom, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *korekta o wynik z wyceny nieruchomości

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

i2 Development

Pomimo korekty kursu w ostatnim miesiącu, i2 Development pozostaje tegorocznym liderem wzrostów (+25% YTD), znacznie powyżej średniej dla analizowanych spółek (-2% YTD). W naszym produkcie sektorowym z 28 maja obniżyliśmy pozycjonowanie akcji i2 Development do „równoważ”, argumentując zmianę (1) niższą od oczekiwań dywidendą, (2) relatywnie wysokim zadłużeniem oraz (3) niewielkim bankiem ziemi. W bieżącym raporcie dokonaliśmy ponadto korekty prognoz w związku z opóźnieniem w realizacji części inwestycji. W konsekwencji nasze prognozy ZN na lata '18-19 spadły średnio o 13%, przy jednoczesnym wzroście prognozy ZN'20 o 28%. Na wskaźniku P/E za lata '18-20 spółka wciąż wygląda tanio, a dyskonto względem analizowanych spółek wynosi ok. 33%. W obecnym otoczeniu rynkowym preferujemy jednak spółki o dłuższym banku ziemi (i2 zajmuje pod tym względem ostatnie miejsce wśród analizowanych deweloperów) lub niskim zadłużeniu. Podtrzymujemy pozycjonowanie „równoważ”.

Przegląd opcji strategicznych

W połowie marca Zarząd i2 Development zdecydował o rozpoczęciu przeglądu potencjalnych opcji strategicznych związanych z dalszym rozwojem działalności. Organiczny wzrost we Wrocławiu jest dużym wyzwaniem. Widać to po wolumenach sprzedaży mieszkań wśród największych polskich deweloperów (Dom Development, Atal, LC Corp) oraz po przedłużającym się wejściu Robyga na ten rynek. Sądzymy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu, który chciałby rozpocząć/wzmocnić swoją działalność na rynku wrocławskim oraz posiada dobrze funkcjonujące struktury. Uważamy, że tego typu inwestor byłby skłonny zapłacić umiarkowaną premię do oczyszczonego NAV spółki, czyli 20-25% więcej niż bieżący kurs akcji. Zaprzestanie przeglądu opcji strategicznych rynek mógłby odczytać negatywnie.

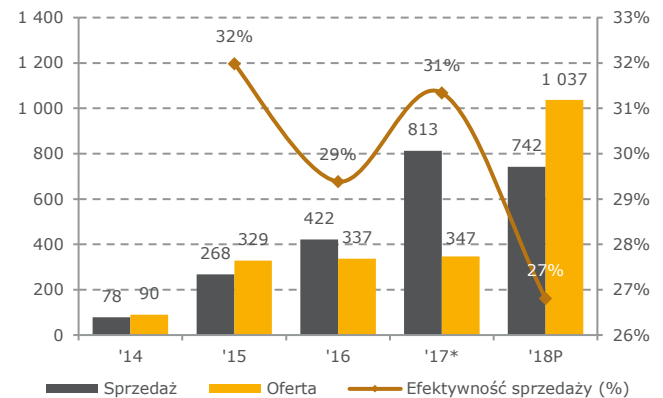
Prognozy wyników i2 Development na lata 2018-2020

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	56,2	66,5	78,8	206,4	304,0	279,9
Zysk brutto na sprzedaży	1,7	18,4	33,6	45,7	46,9	69,8
marża	3,0%	27,7%	42,6%	22,1%	15,4%	24,9%
EBIT	-9,0	10,2	11,3	33,8	33,3	55,1
Zysk brutto	-9,8	5,4	9,7	32,5	31,3	53,1
Zysk netto	16,8	6,0	10,8	31,9	28,2	43,0
Kapitał własny	202,3	237,3	230,5	252,0	264,2	293,1
ROE	8,3%	3,0%	4,6%	13,8%	11,2%	16,3%
Dług netto	84,2	75,4	133,6	120,0	75,7	-7,9
Dług netto / kapitał własny	42%	32%	58%	48%	29%	-3%
EV	207,4	224,8	283,0	269,3	225,1	141,5
DPS	0,00	0,00	1,90	1,07	1,64	1,45
DYield	0,0%	0,0%	12,3%	6,9%	10,7%	9,4%
P/E	7,3	24,8	13,8	4,7	5,3	3,5
P/BV	0,61	0,63	0,65	0,59	0,57	0,51
P/BV korygowane*	0,81	0,80	0,83	0,74	0,70	0,62

Kurs akcji (PLN)	15,40
Liczba akcji (mln szt.)	9,7
Kapitalizacja (mln PLN)	149

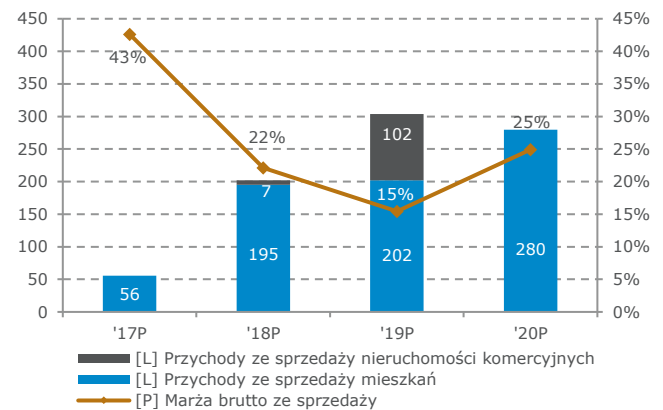
Źródło: i2 Development, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *korekta o wartość firmy

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i marża na sprzedaży mieszkań



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

JWC

Do końca 2018 roku w inwestycji JWC przy ul. Kasprzaka w Warszawie spółka powinna rozliczyć ponad 2000 lokali. Powyższa inwestycja pozwoliła spółce istotnie zmniejszyć zadłużenie i wypracować przyzwoite zyski w latach 2016-2018. W latach 2019-2020 spodziewamy się jeszcze bardziej imponujących wyników, gdyż projekt może odpowiadać za ok. 2/3 wygenerowanej marży. W powyższych latach może mieć miejsce kumulacja przekazanych mieszkań przy Kasprzaka, gdyż kończone będą etapy na ponad 2000 lokali. Przypominamy, że grunt pod powyższy projekt był pozyskany przy atrakcyjnej cenie, a oczekiwana przez nas marża wynosi 30-35%. Nasze prognozy na lata 2019-2020 implikują bardzo atrakcyjne wskaźniki wyceny (P/E=4,0-4,5), niemniej w długim terminie nie są one w naszej ocenie powtarzalne. W 2017 r. spółka wprowadziła powróciła na rynek gruntów, niemniej timing na budowanie banku ziemi nie jest obecnie najlepszy. Historycznie Zarząd spółki preferował grunty tanie lecz potencjalnie trudniejsze administracyjnie. W obecnym otoczeniu powyższa strategia może znacznie wydłużyć proces inwestycyjny i być przyczyną istotnego spadku wyników po rozliczeniu projektu Bliska Wola. W związku ze spadkiem kursu podnosimy pozycjonowanie dla akcji JWC do „równoważ”.

Akwizycje nieruchomości

W ciągu ostatniego roku JWC wydał na nowe nieruchomości 81 mln PLN, z czego ponad połowa została przeznaczona na zakup kamienicy w Krakowie, gdzie docelowo miałyby powstać hotel. Ponadto spółka nabyła trzy działki w Gdańsku i Poznaniu na ok. 900 mieszkań, płacąc średnio nieco ponad 800 PLN/PUM.

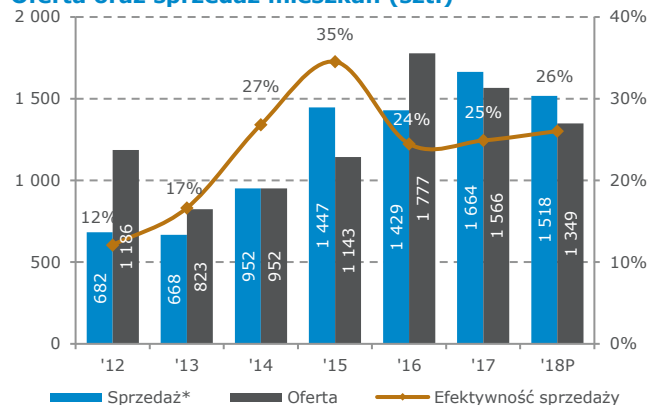
Prognozy wyników JWC na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	212,8	202,2	490,8	404,2	452,1	694,2	644,1
Zysk brutto na sprzedaży	41,6	41,2	140,9	103,7	106,6	173,5	155,3
marża	19,5%	20,4%	28,7%	25,7%	23,6%	25,0%	24,1%
EBIT bez rewaluacji	6,9	-6,7	50,7	50,3	51,8	116,5	96,6
Rewaluacja	28,4	31,3	-7,5	-2,1	-3,8	0,0	0,0
EBIT	35,2	24,6	43,1	48,1	48,0	116,5	96,6
Zysk brutto	11,8	7,3	20,6	32,7	39,9	102,2	82,8
Zysk netto	8,3	5,7	25,0	25,9	32,7	81,8	66,3
Zysk netto korygowany*	-14,7	-19,6	50,7	27,7	23,1	81,8	66,3
Kapitał własny	627,2	626,6	653,2	678,2	711,5	793,3	859,6
ROE	1,6%	0,9%	4,0%	4,0%	4,8%	11,5%	8,4%
Dług netto	504,5	364,9	262,9	280,2	258,7	236,5	220,4
Dług netto / kapitał własny	80%	58%	40%	41%	36%	30%	26%
EV	881,8	688,1	572,1	589,4	567,9	545,8	529,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	37,1	53,9	12,4	11,9	9,4	3,8	4,7
P/E korygowane*	-	-	6,1	11,2	13,4	3,8	4,7
P/BV	0,49	0,49	0,47	0,46	0,43	0,39	0,36

Kurs akcji (PLN)	3,48
Liczba akcji (mln szt.)	88,9
Kapitalizacja (mln PLN)	309

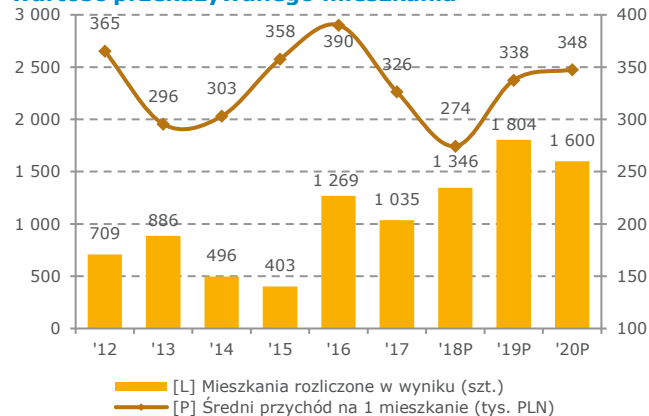
Źródło: JWC, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *korekta o wynik z wyceny nieruchomości i one-offy

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognoza Domu Maklerskiego mBanku, Spółka, *sprzedaż netto - szacunek mBanku

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania



Źródło: Prognoza Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Lokum Deweloper

Lokum Deweloper pozostaje jednym z naszych top picków w sektorze. Spółka ma za sobą bardzo udany rok, w którym osiągnęła najwyższą marżę deweloperską wśród spółek notowanych na GPW (40%), utrzymała zadłużenie netto na niskim poziomie (23% kapitałów własnych na koniec 1Q'18) oraz podwoiła bank ziemi (6,7 tys. lokali). Lokum dysponuje największymi zasobami gruntów (ważonymi bieżącą sprzedażą) wśród spółek notowanych na GPW. Ponadto są to działki odpowiednio zdywersyfikowane, dające możliwość wzrostu udziału w rynku. Szczególnie widzimy na to szansę na rynku krakowskim, gdzie Lokum rozpoczęła dwie wieloetapowe inwestycje i posiada grunty w dwóch kolejnych lokalizacjach. Na podstawowym rynku działalności (Wrocław) spółka realizuje trzy projekty, lecz w perspektywie najbliższych dwunastu miesięcy spodziewamy się uzupełnienia oferty o kolejne trzy lokalizacje. W marcu spółka ogłosiła nową politykę, zgodnie z którą od przyszłego roku na dywidendę spółka ma przeznaczać do 50% skonsolidowanego zysku netto. Szacowany przez nas DYield nie jest niższy niż w pozostałych spółkach, dla których mamy pozytywne rekomendacje (DOM, 1AT, LCC, ARH), lecz w naszej ocenie stanowi rozsądny kompromis ze wzrostem skali działalności. **Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważają”.**

Ponadprzeciętna rentowność

Od trzech lat Lokum wypracowuje doskonałą rentowność. W ostatnim roku marża deweloperska osiągnęła rekordowe 40%, a ROE 19%. W 1Q'18 spółka utrzymała najwyższą rentowność w sektorze (choć przy niskiej liczbie przekazania). Nasze prognozy na lata '18-20 uwzględniają ryzyko stopniowego spadku marży.

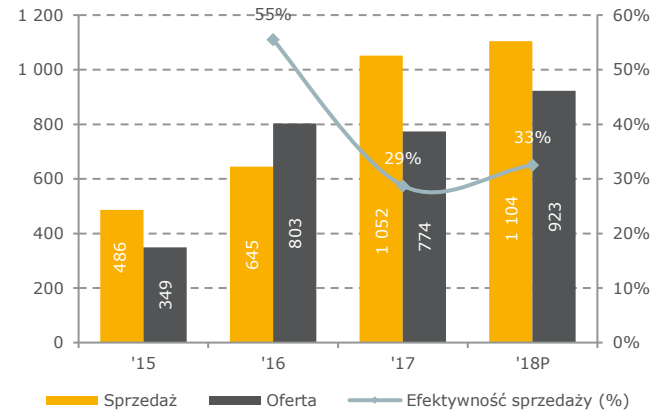
Prognozy wyników Lokum Deweloper na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	126,7	129,2	189,3	221,2	309,2	297,5	448,5
Zysk brutto na sprzedaży	32,1	44,0	60,4	88,2	102,3	92,2	125,6
marża	25,4%	34,1%	31,9%	39,9%	33,1%	31,0%	28,0%
EBIT	26,2	38,4	34,3	69,4	80,3	68,9	101,3
Zysk brutto	26,1	37,3	30,3	62,7	74,2	64,3	97,1
Zysk netto	23,8	34,4	42,8	71,4	53,9	47,0	70,9
Zysk netto korygowany	23,8	34,4	38,7	45,6	53,9	47,0	70,9
Kapitał własny	145,3	209,8	241,5	298,9	337,6	357,6	405,0
ROE	19,6%	23,7%	20,4%	29,6%	18,0%	13,9%	19,8%
Dług netto	-2,7	-32,2	31,2	12,5	38,9	38,4	33,6
Dług netto / kapitał własny	-2%	-15%	13%	4%	12%	11%	8%
EV	279,3	306,2	369,6	350,9	377,3	376,8	372,0
DPS	0,00	0,30	0,62	0,78	0,84	1,50	1,30
DYield	0,0%	1,6%	3,3%	4,1%	4,5%	8,0%	6,9%
P/E	11,8	9,8	7,9	4,7	6,3	7,2	4,8
P/E korygowane	11,8	9,8	8,7	7,4	6,3	7,2	4,8
P/BV	1,94	1,61	1,40	1,13	1,00	0,95	0,84

Kurs akcji (PLN)	18,80
Liczba akcji (mln szt.)	18,0
Kapitalizacja (mln PLN)	338

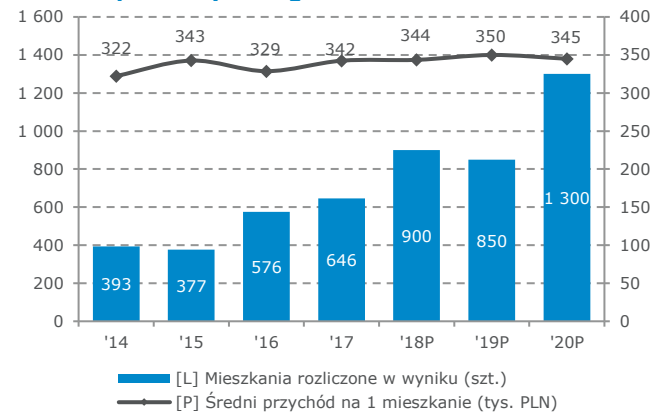
Źródło: Lokum Deweloper, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Polnord

W Polnordzie dokonujemy największej rewizji prognoz wśród analizowanych deweloperów. Nasze poprzednie szacunki zakładały wzrost zysku netto spółki do ok. 20-25 mln PLN w latach 2018-2020. W związku z przesunięciem realizacji części inwestycji oraz niższymi od oczekiwań marżami, szacujemy że spółka osiągnie dodatnie wynik finansowy dopiero w 2020 roku. W najbliższych dwóch latach spodziewamy się rocznych przekazania mieszkań na poziomie 1100-1200 lokali, co przy oczekiwanej marży deweloperskiej na poziomie 12-13% pozwoliłoby najwyżej na pokrycie kosztów SG&A i kosztów finansowych. Szansę na poprawę widzimy w 2020 r., choć istotnym warunkiem jest wzrost tempa uruchamiania inwestycji. Szacujemy, że marża 2020 r. wciąż będzie istotnie ujemnie odchyłać się od poziomu osiąganego przez spółki konkurencyjne, co wynika ze struktury posiadanych gruntów, w których duży jest udział projektów niskomarżowych. Zmiana tego stanu rzeczy wymaga zakupu nowych działek, co oddala perspektywę wypłaty dywidendy. Jednocześnie zwracamy uwagę, że Polnord systematycznie obniża zadłużenie, a sytuację płynnościową spółki oceniamy jako dobrą. Na koniec 2017 r. dług netto spadł poniżej 300 mln PLN, przy czym ewentualna sprzedaż dwóch biurów na Wilanowie skokowo obniżyłaby dług netto poniżej 200 mln PLN. Spodziewamy się dalszej redukcji długu w Polnordzie, choć w niższym tempie niż w poprzednich latach z uwagi na potrzeby inwestycyjne. W związku z gwałtownym wzrostem kursu akcji Polnordu (+25% w ciągu 2 tygodni), obniżeniem prognoz ZN oraz oczekiwanym brakiem dywidendy w perspektywie najbliższych trzech lat, obniżamy nasze pozycjonowanie akcji Polnordu do „niedoważaj”.

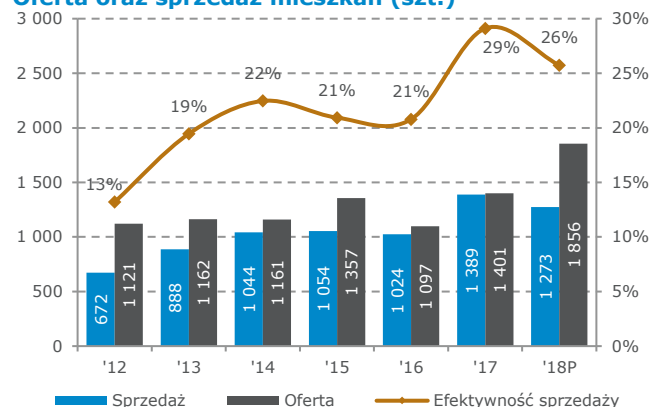
Prognozy wyników Polnordu na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	183,2	250,6	176,7	293,6	296,0	260,9	434,4
Zysk brutto na sprzedaży	39,8	-26,4	44,3	43,9	43,7	39,3	70,1
marża	21,7%	-10,6%	25,1%	15,0%	14,8%	15,1%	16,1%
EBIT korygowany	21,7	-87,2	-13,8	2,4	3,8	1,2	31,3
Rewaluacja	2,0	-31,6	-12,6	-71,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	23,8	-118,8	-26,3	21,9	3,8	1,2	31,3
Koszty finansowe netto	-23,9	-31,0	-15,4	-0,1	0,5	-10,7	-10,2
Zysk z projektów JV	11,4	11,6	17,1	-20,5	-1,9	4,5	-0,4
Zysk brutto	11,3	-138,1	-24,6	1,2	2,4	-5,0	20,8
Zysk netto	20,5	-136,4	-16,9	-0,9	1,1	-3,2	16,8
Kapitał własny	1 067,4	727,1	705,6	708,1	710,3	707,1	723,9
ROE	1,5%	-12,8%	-2,3%	-0,1%	0,2%	-0,4%	2,4%
Dług netto	427,8	380,2	344,0	298,3	281,9	278,2	264,4
Dług netto / kapitał własny	40%	52%	49%	42%	40%	39%	37%
EV	723,3	675,8	639,5	593,9	577,4	573,7	560,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	14,4	-	-	-	270,0	-	17,6
P/BV	0,28	0,41	0,42	0,42	0,42	0,42	0,41

Kurs akcji (PLN)	9,04
Liczba akcji (mln szt.)	32,7
Kapitalizacja (mln PLN)	296

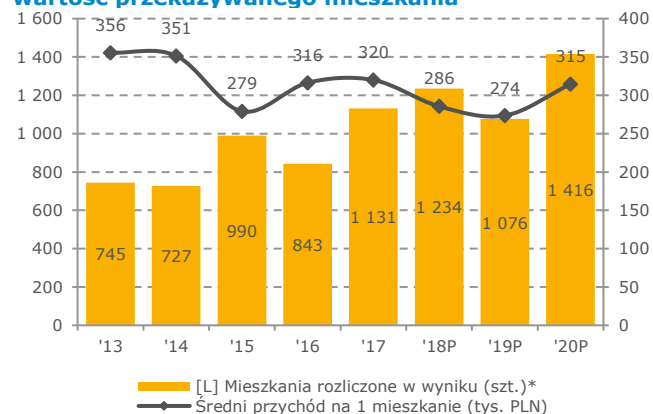
Źródło: Polnord, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania

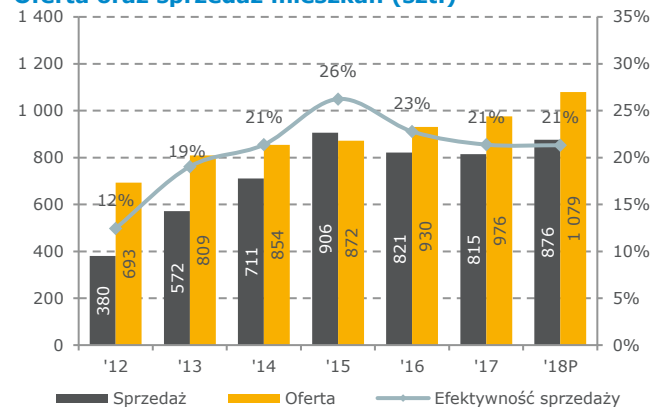


Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Ronson

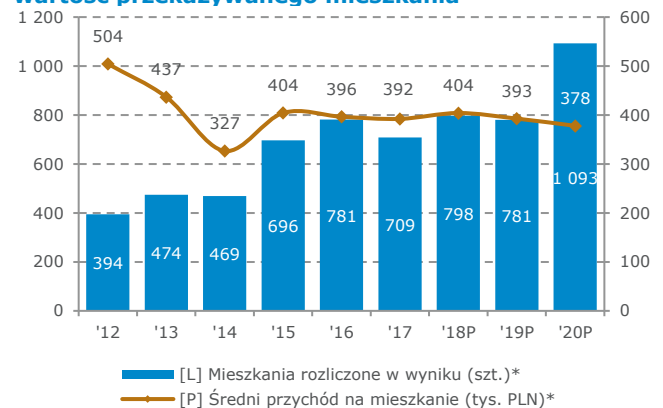
Ronson doświadczył w pierwszej połowie 2018 r. największego spadku kursu wśród analizowanych spółek. Negatywny odbiór spółki przez inwestorów może mieć kilka przyczyn. Wśród najważniejszych wymienilibyśmy (1) opóźnienia w realizacji inwestycji, skutkujące koniecznością negatywnej rewizji prognoz (2) niepewne rokowania odnośnie dywidendy w kolejnych latach, (3) rozczarowująca efektywność działalności, objawiająca się wolnym tempem sprzedaży inwestycji oraz niskimi marżami, sugerująca małą atrakcyjność produktów Ronsona. Po rewizji prognoz, Ronson jest notowany z około 30% premią na P/E'18-19 oraz oferuje około 35-40% niższą dywidendę niż grupa porównawcza, przy czym nasze prognozy dywidendy są obciążone większym ryzykiem w Ronsonie niż w innych spółkach (brak polityki dywidendowej). Ronson wyróżnia się pozytywnie pod względem banku ziemi, który po zważeniu roczną sprzedażą jest jednym z najwyższych w sektorze. Ponadto uważamy, że rentowność banku ziemi jest wyższa niż średnia rentowność z lat 2017-2018. Jest to dobry prognostyk w kontekście lat 2020+. Obecnie jednak spółkę czeka kilka kwartałów przeciętnych wyników. Podtrzymujemy pozycjonowanie „równoważ”.

Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Spółka, *mieszkania w projektach JV ujęte proporcjonalnie do udziałów

Prognozy wyników Ronsona na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	153,2	281,4	484,8	231,7	308,9	263,5	413,2
Zysk brutto na sprzedaży	11,9	51,2	118,7	38,1	52,9	52,1	84,1
marża	7,8%	18,2%	24,5%	16,4%	17,1%	19,8%	20,3%
Zysk z projektów JV	-0,3	-0,7	-1,4	11,3	3,1	9,5	0,0
EBIT	-15,8	26,4	84,6	20,8	26,4	31,5	53,1
Zysk brutto	-18,7	20,3	77,6	13,9	20,3	26,0	47,7
Zysk netto	-15,4	19,4	64,5	9,5	15,2	22,9	38,6
Kapitał własny	449,2	457,7	359,6	337,9	344,9	357,9	383,4
ROE	-3,3%	4,3%	14,1%	2,6%	4,5%	6,6%	10,8%
Dług netto	162,9	144,4	151,0	142,9	157,5	173,5	152,1
Dług netto / kapitał własny	36%	32%	42%	42%	46%	48%	40%
EV	461,8	443,0	332,1	325,8	341,7	357,7	336,2
DPS	0,00	0,04	0,08	0,19	0,05	0,06	0,08
DYield	0,0%	3,7%	7,3%	17,4%	4,6%	5,5%	7,3%
P/E	-	15,3	2,8	18,9	11,8	7,8	4,6
P/BV	0,66	0,65	0,50	0,53	0,52	0,50	0,47

Kurs akcji (PLN)	1,09
Liczba akcji (mln szt.)	164,0
Kapitalizacja (mln PLN)	179

Źródło: Ronson, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

piątek, 22 czerwca 2018 | aktualizacja raportu

Atal: akumuluj (podtrzymana)

1AT PW; 1AT.WA | Deweloperzy, Polska

Komfort dużego banku ziemi

Od debiutu na GPW równo 3 lata temu Atal dał się poznać jako Spółka przejrzysta i przewidywalna, co zaowocowało wzrostem kursu o 100% względem ceny emisyjnej i wskaźnikami wyceny porównywalnymi z Dom Development. Uważamy, że Spółka rozwija się w sposób zbilansowany. Obecna skala działalności Atalu jest około 2x większa niż w latach 2013-2015. Wzrost ten nie odbył się jednak kosztem rentowności, która wciąż znajduje się na ponadprzeciętnym poziomie ok. 20% netto, ani też kosztem zadłużenia, pozostającym na niskim poziomie, porównywalnym z czasami debiutu giełdowego (dług netto/kapitały = 20-30%). Dużym atutem Spółki w obecnym otoczeniu rynkowym jest bank ziemi na poziomie 3,5 letniej sprzedaży, pozyskany przy relatywnie niskiej cenie (700-800 PLN/PUM). Przy sprzyjającym otoczeniu administracyjno-prawnym powyższy bank ziemi pozwoliłby Atalowi na istotny wzrost sprzedaży. W naszych szacunkach zakładamy jednak bardziej konserwatywny scenariusz, zakładający stabilizację sprzedaży na bieżącym poziomie. Przy powyższym założeniu obecny bank ziemi pokrywa w 100% wyniki Spółki aż do 2020 r. włącznie, dając Zarządowi duży komfort przy kształtowaniu polityki dywidendowej. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 46,40 PLN.

Ponadprzeciętny bank ziemi

Od początku 2016 r. Atal wydał na grunty niemal 400 mln PLN, płacąc w przeliczeniu na PUM około 750 PLN. Zakupy dokonane w 1H'18 mają ceny zbliżone do powyższej średniej. Na koniec marca Atal posiadał w budowie rekordowe 5,4 tys. mieszkań (+9% r/r) i posiadał bank ziemi na 9,8 tys. lokali (+40% r/r). Bank ziemi równy 3,5 letniej sprzedaży przewyższa średnią dla spółek giełdowych (3,2 roku), w tym największych konkurentów: Dom (2,0 roku) oraz LC Corp (2,7 roku).

Wzrost dywidendy w kolejnych latach

Od kiedy Atal zadebiutował na GPW, Spółka dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Wskaźnik wypłaty wzrósł w tym roku do 80% skonsolidowanego zysku netto, co daje DYield w wysokości 8,1% (dzień wypłaty: 25 czerwca). Zarząd wskazuje na możliwość zwiększenia wskaźnika wypłaty do 100% już od przyszłego roku, co przełożyłoby się na DYield rzędu 12%. Dywidenda na powyższym poziomie jest w zasięgu Atalu również w kolejnych latach.

Przestrzeń do konsolidacji rynku

Atal wciąż jako jedyny deweloper notowany na GPW, prowadzi działalność aż na 7 rynkach. Udział Atalu w sprzedaży szacujemy na 3,5-4,0%, co daje Spółce przestrzeń do wzrostu. Jedynie w Katowicach i Łodzi udział Atalu jest zbliżony lub przekracza 10%. Miejsce na wzrost występuje przede wszystkim w Poznaniu, Trójmieście i Warszawie. Są to miasta, w których Atal rozpoczął działalność najpóźniej i jego udział rynkowy nie przekroczył w 2017 roku 2%. Warto podkreślić, że pomimo dużej dywersyfikacji działalności, koszty SG&A względem przychodów są najniższe w sektorze (3,0-3,5%).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	506,8	865,8	943,9	917,2	1 020,0
Zysk brutto na sprzedaży	136,9	247,6	275,3	264,5	275,4
marża	27,0%	28,6%	29,2%	28,8%	27,0%
EBIT	114,8	222,0	244,7	231,6	240,9
Zysk netto	89,4	171,2	189,6	180,7	187,1
P/E	17,7	9,2	8,3	8,7	8,4
P/BV	2,29	1,99	1,86	1,87	1,86
EV/EBITDA	16,3	8,0	7,3	7,9	8,0
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,5%	4,2%	8,7%	11,6%	11,6%

Cena bieżąca	40,80 PLN
Cena docelowa	46,40 PLN
Kapitalizacja	1 580 mln PLN
Free float	255 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,35 mln PLN

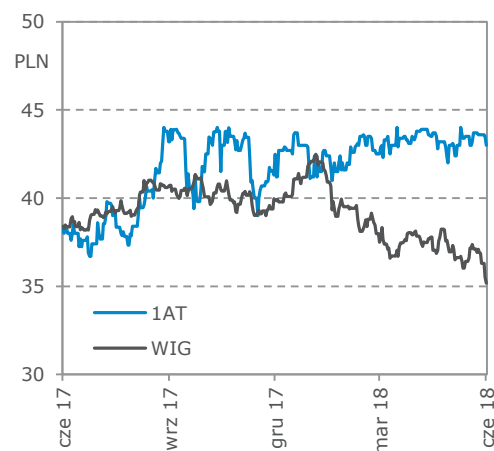
Struktura akcjonariatu

Juroszek Investments	83,84%
Pozostali	16,16%

Profil spółki

Atal jest deweloperem mieszkaniowym, działającym na siedmiu największych rynkach w Polsce. Spółka zadebiutowała na GPW w czerwcu 2015 r. Atal jest drugim deweloperem giełdowym pod względem wolumenu sprzedaży mieszkań (ok. 2,8 tys. lokali rocznie). Spółka jest jednym z liderów rynku w Łodzi, Katowicach i Krakowie. W 2016 r. Atal rozpoczął pierwsze inwestycje w Poznaniu i Trójmieście, a w 2017 r. osiągnął ok. 1,5-2,0% udział na powyższych rynkach i planuje dalszą ekspansję.

Kurs akcji Atalu na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Atal	46,40	47,00	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Atal	40,80	46,40	+13,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-1,0%	-0,9%	+0,0%
EBIT	-0,2%	-2,1%	-0,3%
Zysk netto	-1,7%	-2,8%	-0,9%

Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Wycena

Akcje Atalu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 46,40 PLN jest o 14% wyższa od wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy akumulację akcji Atalu.

(PLN)	waga	cena
Wycena DCF	50%	53,7
Wycena porównawcza	50%	33,4
cena wynikowa		43,6
cena docelowa za 9 m-cy		46,4

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (**P/BV**), ceny do zysku netto (**P/E**) oraz stopy dywidendy (**DYield**) w horyzoncie **2018-2020**. Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie spółki deweloperskie, których głównym obszarem działalności jest rynek mieszkaniowy.

Na wskaźniku P/BV Atal jest notowany z dużą ok. 200% premią względem spółek porównywanych oraz z 45% premią na P/E. Jednocześnie Atal oferuje w latach 2018-20 średnio o niemal 1/3 wyższą dywidendę niż grupa porównawcza. Wycena akcji Atalu metodą porównawczą wynosi **33,4 PLN** i jest o **18% niższa od bieżącego kursu**.

Analiza porównawcza

	Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/BV			P/E			DYield		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Archicom	15,00	384	0,83	0,76	0,72	7,0	4,9	6,1	9,6%	9,3%	10,0%
Dom Development	85,80	2 134	2,03	2,04	1,99	8,9	9,4	8,3	8,9%	11,1%	10,7%
i2 Development	15,40	149	0,59	0,57	0,51	4,7	5,3	3,5	6,9%	10,7%	9,4%
J.W. Construction	3,48	309	0,43	0,39	0,36	9,4	3,8	4,7	0,0%	0,0%	0,0%
LC Corp	2,39	1 070	0,70	0,67	0,64	5,7	5,3	5,4	10,0%	12,1%	13,1%
Lokum Deweloper	18,80	338	1,00	0,95	0,84	6,3	7,2	4,8	4,5%	8,0%	6,9%
Polnord	9,04	296	0,42	0,42	0,41	270,0	-	17,6	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,09	179	0,52	0,50	0,47	11,8	7,8	4,6	4,6%	5,5%	7,3%
Mediana			0,65	0,62	0,58	8,0	5,3	5,1	5,8%	8,7%	8,4%
Atal	40,80	1 580	1,86	1,87	1,86	8,3	8,7	8,4	8,7%	11,6%	11,6%
Premia (dyskonto)			188,3%	203,2%	222,4%	4,7%	65,0%	66,3%	-50,4%	-34,0%	-38,1%

Implikowana wycena

Wycena 1 akcji (PLN)	14,2	13,5	12,7	39,0	24,7	24,5	61,4	54,7	56,3
Waga wskaźnika	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Wartość firmy na akcję (PLN) 33,4

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- **Mieszkania rozliczone w wyniku:** 2549 w 2018 r., 2631 w 2019 r., 3000 w 2020 r., 2500 po 2020 r. Średni przychód w przeliczeniu na 1 mieszkanie szacujemy na 353 tys. PLN w latach 2018-2020 r. oraz zakładamy wzrost w tempie 2% w kolejnych latach.
- **Marża deweloperska:** 29,2% w 2018 r., 28,8% w 2019 r., 27,0% w 2020 r. Stabilizacja na poziomie 25,0% w kolejnych latach.

- **SG&A:** Koszty zarządu i sprzedaży na poziomie średnio 3,3% przychodów w latach 2018-2020. Wzrost udziału kosztów zarządu i sprzedaży do ok. 4,1-4,2% przychodów w kolejnych latach.
- **Zapasy i zaliczki:** Docelowy poziom zapasów w 2022 r. równy 150% przychodów ze sprzedaży. Zaliczki na mieszkania docelowo na poziomie 20% zapasów.
- **Dywidenda:** Wskaźnik wypłaty dywidendy w wysokości 95% w 2019 r. oraz 100% w 2020 r. Spadek do 80% w latach kolejnych.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	944	917	1 020	867	884	902	920	938	957	976	996
zmiana	9%	-3%	11%	-15%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	246	233	242	186	185	188	192	195	193	197	201
marża EBITDA	26,1%	25,4%	23,8%	21,5%	20,9%	20,9%	20,8%	20,8%	20,2%	20,2%	20,1%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	245	232	241	185	183	187	190	194	191	195	199
marża EBIT	25,9%	25,3%	23,6%	21,3%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,0%	20,0%	20,0%
Opodatkowanie EBIT	47	44	46	35	35	35	36	37	36	37	38
NOPLAT	198	188	195	150	148	151	154	157	155	158	161
CAPEX	-27	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	-34	-31	-104	-13	44	-21	-21	-22	-5	-5	-5
FCF	139	156	91	137	192	130	133	135	150	153	156
WACC	8,0%	7,9%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
współczynnik dyskonta	95,6%	88,5%	82,2%	76,3%	70,8%	65,7%	60,9%	56,5%	52,4%	48,6%	
PV FCF	132,6	138,4	74,6	104,4	136,0	85,5	80,8	76,4	78,7	74,5	
WACC	8,0%	7,9%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	13%	14%	19%	21%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	2 685
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 305
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	982
Wartość firmy (EV)	2 287
Dług netto	214
Udziałowcy mniejszościowi	-6
Wartość firmy	2 080
liczba akcji (mln)	38,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	53,7
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	57,1
P/BV('18) dla ceny docelowej	2,61
P/E('18) dla ceny docelowej	11,7
Udział TV w EV	57%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	52,2	54,6	57,5	60,9	65,1
WACC -0,5 p.p.	52,0	54,4	57,3	60,7	64,7
WACC	51,8	54,2	57,1	60,4	64,4
WACC +0,5 p.p.	51,6	54,0	56,8	60,2	64,2
WACC +1,0 p.p.	51,3	53,7	56,6	59,9	63,9

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	226,8	506,8	865,8	943,9	917,2	1 020,0	867,0
zmiana	-60,7%	123,4%	70,8%	9,0%	-2,8%	11,2%	-15,0%
Koszt własny sprzedaży	-164,1	-370,0	-618,2	-668,6	-652,7	-744,6	-645,9
Zysk brutto na sprzedaży	62,8	136,9	247,6	275,3	264,5	275,4	221,1
marża brutto na sprzedaży	27,7%	27,0%	28,6%	29,2%	28,8%	27,0%	25,5%
Koszty sprzedaży	-10,8	-12,2	-14,4	-15,4	-16,2	-17,0	-17,8
Koszty ogólnego zarządu	-10,7	-11,9	-13,8	-15,0	-15,7	-16,5	-17,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,5	2,1	2,6	-0,2	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	40,8	114,8	222,0	244,7	231,6	240,9	184,9
zmiana	-75,6%	181,6%	93,4%	10,2%	-5,4%	4,0%	-23,2%
marża EBIT	18,0%	22,6%	25,6%	25,9%	25,3%	23,6%	21,3%
Wynik na działalności finansowej	-4,2	-5,7	-5,6	-7,8	-8,3	-9,7	-11,1
Zysk brutto	36,6	109,0	216,4	237,0	223,3	231,2	173,8
Podatek dochodowy	10,8	-15,9	-36,7	-44,0	-40,3	-41,8	-33,0
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	3,7	8,5	3,4	2,2	2,3	1,7
Zysk netto	47,3	89,4	171,2	189,6	180,7	187,1	139,0
zmiana	-64,9%	89,1%	91,4%	10,8%	-4,7%	3,5%	-25,7%
marża	20,8%	17,6%	19,8%	20,1%	19,7%	18,3%	16,0%
Amortyzacja	1,0	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
EBITDA	41,7	116,1	223,4	246,2	233,1	242,4	186,4
zmiana	-75,1%	178,3%	92,4%	10,2%	-5,3%	4,0%	-23,1%
marża EBITDA	18,4%	22,9%	25,8%	26,1%	25,4%	23,8%	21,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7
EPS	1,22	2,31	4,42	4,90	4,67	4,83	3,59
ROAE	8,9%	13,6%	23,1%	23,1%	21,4%	22,1%	16,7%
ROAA	4,7%	6,6%	10,4%	10,7%	10,3%	10,7%	8,1%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	1 210,0	1 513,6	1 789,7	1 755,2	1 749,9	1 751,7	1 670,6
Majątek trwały	170,4	167,7	154,3	153,2	153,2	153,2	153,2
Rzeczowe aktywa trwałe	7,9	7,5	7,4	7,2	7,2	7,2	7,2
Nieruchomości inwestycyjne	83,1	83,1	71,3	71,3	71,3	71,3	71,3
Wartości niematerialne	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1
Aktywa z tyt. podatku odroczonego	15,9	14,0	12,4	11,3	11,3	11,3	11,3
Pozostałe	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Majątek obrotowy	1 039,6	1 345,8	1 635,4	1 602,0	1 596,7	1 598,5	1 517,4
Zapasy	881,9	1 132,2	1 342,0	1 274,3	1 302,8	1 404,4	1 368,1
Należności handlowe	27,9	26,1	27,6	61,2	61,2	61,2	61,2
Pozostałe	0,2	0,0	0,0	25,1	25,1	25,1	25,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	129,6	187,5	265,8	241,4	207,7	107,8	63,1
PASYWA	1 210,0	1 513,6	1 789,7	1 755,2	1 749,9	1 751,7	1 670,6
Kapitał własny	622,7	688,5	794,7	847,3	844,6	848,8	817,3
Kapitał mniejszości	-11,1	-12,9	-6,4	-4,8	-4,6	-4,3	-4,5
Zobowiązania długoterminowe	155,4	322,1	311,2	325,3	325,3	325,3	325,3
Kredyty	65,7	80,5	17,0	33,5	33,5	33,5	33,5
Obligacje	43,4	213,3	226,7	204,8	204,8	204,8	204,8
Zobowiązania handlowe	6,2	10,3	14,3	17,6	17,6	17,6	17,6
Zaliczki na mieszkania	31,5	8,0	31,7	42,9	42,9	42,9	42,9
Rezerwa z tyt. podatku odroczonego	8,1	7,9	18,0	22,5	22,5	22,5	22,5
Rezerwy	0,4	2,0	3,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Zobowiązania krótkoterminowe	443,0	515,9	690,3	587,5	584,6	581,9	532,5
Kredyty	171,6	172,3	73,3	61,8	61,8	61,8	61,8
Obligacje	48,3	45,0	162,9	173,2	173,2	173,2	173,2
Zobowiązania handlowe	36,9	64,6	85,3	72,5	62,5	62,5	62,5
Zaliczki na mieszkania	184,5	231,3	364,8	275,6	282,8	280,1	230,7
Rezerwy	1,7	2,7	3,9	4,4	4,4	4,4	4,4
Dług	329,0	511,1	479,9	473,3	473,3	473,3	473,3
Dług netto	199,3	323,6	214,1	231,9	265,7	365,5	410,3
(Dług netto / Kapitał własny)	32,0%	47,0%	26,9%	27,4%	31,5%	43,1%	50,2%
(Dług netto / EBITDA)	4,8	2,8	1,0	0,9	1,1	1,5	2,2
BVPS	16,09	17,78	20,53	21,89	21,82	21,92	21,11

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	-153,7	-77,7	198,1	158,4	161,4	96,2	140,3
Zysk brutto	36,6	109,0	216,4	237,0	223,3	231,2	173,8
Amortyzacja	1,0	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Kapitał obrotowy	-168,1	-186,8	-12,8	-34,4	-31,3	-104,3	-13,0
Podatek zapłacony	-26,9	-7,5	-11,5	-53,4	-40,3	-41,8	-33,0
Pozostałe	3,7	6,1	4,6	7,7	8,3	9,7	11,1
Przepływy inwestycyjne	1,0	0,1	0,9	-23,0	3,0	1,7	0,2
Wydutki na środki trwałe	-1,0	-1,2	-1,1	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Wpływy ze sprzedaży środków trwałych	1,2	0,4	0,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,8	0,9	1,2	-21,8	4,5	3,2	1,7
Przepływy finansowe	208,5	135,4	-120,6	-159,9	-198,2	-197,8	-185,3
Emisja akcji	143,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	84,6	181,7	-32,9	-7,9	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	-23,7	-67,1	-137,0	-183,4	-182,9	-170,5
Wpłaty dla akcjonariuszy mniejszościowych	-4,2	-5,4	0,0	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0
Zapłacone odsetki	-14,4	-16,5	-19,7	-12,9	-12,8	-12,8	-12,8
Pozostałe	-0,6	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	55,8	57,8	78,4	-24,4	-33,8	-99,9	-44,7
Środki pieniężne na koniec okresu	129,7	187,5	265,8	241,4	207,7	107,8	63,1
DPS (PLN)	0,00	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73	4,40
FCF	-154,7	-78,9	197,0	157,0	160,0	94,7	138,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	33,4	17,7	9,2	8,3	8,7	8,4	11,4
P/BV	2,54	2,29	1,99	1,86	1,87	1,86	1,93
P/S	7,0	3,1	1,8	1,7	1,7	1,5	1,8
FCF/EV	-8,8%	-4,2%	11,0%	8,7%	8,7%	4,9%	7,0%
EV/EBITDA	42,4	16,3	8,0	7,3	7,9	8,0	10,7
EV/EBIT	43,4	16,5	8,1	7,4	7,9	8,1	10,7
EV/S	7,8	3,7	2,1	1,9	2,0	1,9	2,3
DYield	0,0%	1,5%	4,2%	8,7%	11,6%	11,6%	10,8%
Cena (PLN)	40,80						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7
MC (mln PLN)	1 579,6	1 579,6	1 579,6	1 579,6	1 579,6	1 579,6	1 579,6
EV (mln PLN)	1 767,8	1 890,3	1 787,2	1 806,7	1 840,7	1 940,8	1 985,3

piątek, 22 czerwca 2018 | aktualizacja raportu

Dom Development: akumuluj (obniżona)

DOM PW; DOMP.WA | Deweloperzy, Polska

Tegoroczne cele pod kontrolą

Dom Development jest na dobrej drodze do realizacji celów, które Zarząd wyznaczył na bieżący rok. Przypominamy, że deweloper zamierza w tym roku zakończyć budowę ok. 4,5 tys. mieszkań (+40% r/r) i rozpocząć realizację ok. 4,4 tys. lokali (+20% r/r). Szczególnie pozytywnie oceniamy podtrzymanie planów, odnośnie rozpoczęcia nowych inwestycji, które są o 10% wyższe od bieżącego poziomu sprzedaży i uwiarygadniają nasze prognozy wzrostu zysku Spółki po 2019 r. Coraz powszechniejszym zjawiskiem w Dom Development jest zawieranie umów na generalne wykonawstwo kilku etapów jednej inwestycji. W środowisku rosnących kosztów budowy i coraz trudniejszego dostępu do wykonawców powyższa strategia powinna być korzystana dla Spółki. Podkreślamy bardzo dobre wyniki spółki za I kwartał, w którym osiągnięta przez Spółkę marża deweloperska wyniosła 30%, wyrażnie powyżej szacowanego przez nas na lata 2018-2020 poziomu 26,0-26,5%. W kontekście planowanej nowelizacji ustawy deweloperskiej (likwidacja otwartych rachunków powierniczych) znaczenia nabierze doskonała sytuacja finansowa Dom Development oraz jej relacje z instytucjami finansowymi. Na koniec marca Dom był jedynym deweloperem mieszkaniowym notowanym na GPW z dodatnią pozycją gotówkową netto. Rekomendujemy akumulację akcji Dom Development, wyznaczając cenę docelową na poziomie 95,40 PLN. Obniżenie ceny docelowej o 6% wynika ze spadku wyceny porównawczej.

Wykonawcy na kluczowych warszawskich projektach

Dom Development zabezpieczył już wykonawców dla dwóch inwestycji kluczowych dla wyników Spółki w 2020 r. Szacujemy, że umowy na GW ponad 900 mieszkań w inwestycji Marina Mokotów II (etap 2) i Żoliborz Artystyczny (etap 2) zostały zawarte przy cenie ok. 4300-4400 PLN/PUM. Biorąc pod uwagę podwyższony standard powyższych inwestycji i obecne trendy na cenach mieszkań, spodziewalibyśmy się marży deweloperskiej na poziomie 25-30%. Umowa na realizację Żoliborza Artystycznego była pierwszą zawartą w ramach własnego generalnego wykonawstwa.

Pozytywne zaskoczenie na marży w 1Q'18

W 1Q'18 Dom wypracował najwyższą marżę deweloperską od 2012 roku (29,9%). Na samym warszawskim rynku marża wyniosła 30,6%. Jest to już czwarty kwartał z rzędu, w którym Spółka pozytywnie zaskoczyła nas rentownością, potwierdzając tym samym, że deklarowana przez Spółkę dbałość o marżę kosztem silniejszego wzrostu wolumenów, przynosi pozytywne skutki. Zakładana przez nas rentowność w okresie 2018-2020 jest o 2 p.p. niższa niż poziom marży z ostatnich 12 miesięcy, co w naszej ocenie odzwierciedla ryzyko wzrostu kosztów wykonawstwa.

Umocnienie pozycji na lokalnych rynkach

Szacujemy, że w latach 2018-2019 wyniki Dom Development wciąż w około 85% będą opierały się na rynku warszawskim. Spodziewamy się, że w najbliższych latach Spółka ugruntuje swoją obecność w Trójmieście i Wrocławiu. Wzrost udziału na tych rynkach pozwoli Spółce utrzymać atrakcyjne wyniki w okresie cyklicznego spowolnienia.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 748,7	1 711,6	1 883,2
Zysk brutto na sprzedaży	271,1	385,7	461,3	451,6	494,7
marża	23,5%	27,5%	26,4%	26,4%	26,3%
EBIT	156,6	235,4	299,5	285,2	322,9
Zysk netto	125,7	190,7	240,1	228,6	257,8
P/E	16,9	11,2	8,9	9,4	8,3
P/BV	2,29	2,13	2,03	2,04	1,99
EV/EBITDA	12,8	9,1	7,2	7,8	7,4
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,15
DYield	3,8%	5,9%	8,9%	11,1%	10,7%

Cena bieżąca	85,80 PLN
Cena docelowa	95,40 PLN
Kapitalizacja	2 142 mln PLN
Free float	530 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,38 mln PLN

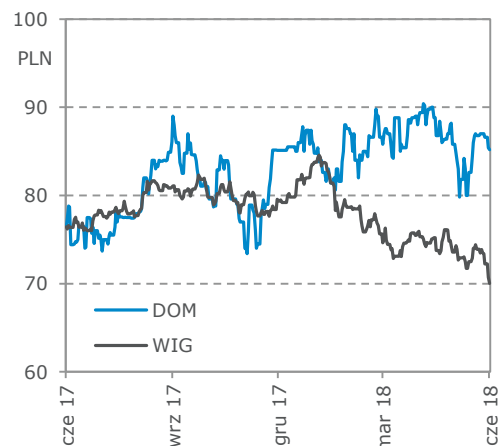
Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	56,87%
Jarosław Szanajca	5,82%
Aviva PTE	7,35%
Grzegorz Kielpisz	5,13%
Pozostali	24,83%

Profil spółki

Dom Development jest liderem warszawskiego rynku mieszkaniowego z udziałem ok. 10-12%. W roku 2011 deweloper rozpoczął budowę pierwszej inwestycji we Wrocławiu. Spółka posiada niewielki udział na tym rynku (1-2%), lecz planuje go zwiększyć w najbliższych latach. W 2017 r. Dom przejął dewelopera Euro Styl, posiadającego około 6-7% udział w trójmiejskim rynku mieszkaniowym. Ofertę dewelopera stanowią głównie mieszkania o podwyższonym standardzie oraz w segmencie popularnym.

Kurs akcji DOM na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Dom Dev.	95,40	103,10	akumuluj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Dom Dev.	85,80	95,40	+11,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	+0,7%	+1,2%	+5,1%
EBIT	+1,1%	-1,4%	+5,0%
Zysk netto	+0,8%	-2,0%	+4,0%

Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Wycena

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 95,40 PLN jest o 11% wyższa od wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy akumulację akcji Dom Development.

(PLN)	waga	cena
Wycena DCF	50%	112,4
Wycena porównawcza	50%	67,0
cena wynikowa		89,7
cena docelowa za 9 m-cy		95,4

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (**P/BV**), ceny do zysku netto (**P/E**) oraz stopy dywidendy (**DYield**) w horyzoncie **2018-2020**. Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie spółki deweloperskie, których głównym obszarem działalności jest rynek mieszkaniowy.

Na wskaźniku P/BV Dom Development jest notowany z dużą ok. 230% premią względem spółek porównywanych oraz z 50% premią na P/E. Jednocześnie Dom Development oferuje w latach 2018-20 średnio o ponad 35% wyższą dywidendę niż grupa porównawcza. Wycena akcji Dom Development metodą porównawczą wynosi **67,0 PLN** i jest o **22% niższa od bieżącego kursu**.

Analiza porównawcza

	Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/BV			P/E			DYield		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Archicom	15,00	384	0,83	0,76	0,72	7,0	4,9	6,1	9,6%	9,3%	10,0%
Atal	40,80	1 580	1,86	1,87	1,86	8,3	8,7	8,4	8,7%	11,6%	11,6%
i2 Development	15,40	149	0,59	0,57	0,51	4,7	5,3	3,5	6,9%	10,7%	9,4%
J.W. Construction	3,48	309	0,43	0,39	0,36	9,4	3,8	4,7	0,0%	0,0%	0,0%
LC Corp	2,39	1 070	0,70	0,67	0,64	5,7	5,3	5,4	10,0%	12,1%	13,1%
Lokum Deweloper	18,80	338	1,00	0,95	0,84	6,3	7,2	4,8	4,5%	8,0%	6,9%
Polnord	9,04	296	0,42	0,42	0,41	270,0	-	17,6	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,09	179	0,52	0,50	0,47	11,8	7,8	4,6	4,6%	5,5%	7,3%
Mediana			0,65	0,62	0,58	7,7	5,3	5,1	5,8%	8,7%	8,4%
Dom Development	85,80	2 134	2,03	2,04	1,99	8,9	9,4	8,3	8,9%	11,1%	10,7%
Premia (dyskonto)			213,6%	231,4%	244,6%	16,4%	76,9%	63,7%	-53,6%	-27,8%	-27,2%
Implikowana wycena											
Wycena 1 akcji (PLN)			27,4	25,9	24,9	73,7	48,5	52,4	131,8	109,7	109,1
Waga wskaźnika			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Wartość firmy na akcję (PLN) 67,0											

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- **Mieszkania rozliczone w wyniku:** 3801 w 2018 r., 3602 w 2019 r., 3924 w 2020 r., 3400 po 2020 r. Średni przychód w przeliczeniu na 1 mieszkanie szacujemy na 472 tys. PLN w latach 2018-2020 r. oraz zakładamy wzrost w tempie 2% w kolejnych latach.
- **Marża deweloperska:** 26,4% w 2018 r., 26,4% w 2019 r., 26,3% w 2020 r. Stabilizacja na poziomie 25,0% w kolejnych latach.

- **SG&A:** Koszty zarządu i sprzedaży na poziomie średnio 9,1% przychodów w latach 2018-2020. Wzrost udziału kosztów zarządu i sprzedaży do 10,5-10,7% przychodów w kolejnych latach.
- **Zapasy i zaliczki:** Docelowy poziom zapasów w 2022 r. równy 150% przychodów ze sprzedaży. Zaliczki na mieszkania docelowo na poziomie 25% zapasów.
- **Dywidenda:** Wskaźnik wypłaty dywidendy w wysokości 100% w latach prognozy.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	1 749	1 712	1 883	1 632	1 665	1 698	1 732	1 766	1 802	1 838	1 874
zmiana	24%	-2%	10%	-13%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	308	294	332	240	243	246	251	256	261	266	271
marża EBITDA	17,6%	17,2%	17,6%	14,7%	14,6%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Amortyzacja	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
EBIT	299	285	323	232	235	238	242	247	252	257	262
marża EBIT	17,1%	16,7%	17,1%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Opodatkowanie EBIT	57	54	61	44	45	45	46	47	48	49	50
NOPLAT	243	231	262	188	190	193	196	200	204	208	213

CAPEX	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-71	-65	-177	-69	-100	-12	-5	-5	-5	-5	-5

FCF	172	166	84	118	91	181	191	195	199	203	208
WACC	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
współczynnik dyskonta	95,4%	88,1%	81,6%	75,7%	70,3%	65,3%	60,6%	56,3%	52,3%	48,6%	
PV FCF	164,1	146,5	68,8	89,6	63,6	118,1	116,0	110,0	104,2	98,8	

WACC	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	4%	7%	12%	17%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	3 663
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 780
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 080
Wartość firmy (EV)	2 859
Dług netto	64
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wypłacona dywidenda	0
Wartość firmy	2 796
liczba akcji (mln)	24,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	112,4
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	119,5
P/BV('18) dla ceny docelowej	2,82
P/E('18) dla ceny docelowej	12,4
Udział TV w EV	62%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	109,0	114,2	120,4	127,9	136,9
WACC -0,5 p.p.	108,4	113,8	119,9	127,3	136,3
WACC	108,0	113,2	119,5	126,7	135,7
WACC +0,5 p.p.	107,5	112,7	118,9	126,2	135,0
WACC +1,0 p.p.	107,1	112,3	118,3	125,7	134,5

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	904,2	1 153,0	1 404,7	1 748,7	1 711,6	1 883,2	1 631,9
zmiana	15,3%	27,5%	21,8%	24,5%	-2,1%	10,0%	-13,3%
Koszt własny sprzedaży	-700,2	-881,9	-1 018,9	-1 287,4	-1 260,0	-1 388,5	-1 223,9
Zysk brutto na sprzedaży	203,9	271,1	385,7	461,3	451,6	494,7	408,0
marża brutto na sprzedaży	22,6%	23,5%	27,5%	26,4%	26,4%	26,3%	25,0%
Koszty sprzedaży	-45,6	-47,4	-62,8	-71,6	-73,7	-76,0	-78,2
Koszty ogólnego zarządu	-49,1	-59,4	-75,6	-85,6	-88,1	-90,8	-93,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,8	-7,7	-11,9	-4,7	-4,6	-5,0	-4,3
EBIT	102,5	156,6	235,4	299,5	285,2	322,9	231,9
zmiana	48,5%	52,9%	50,3%	27,2%	-4,8%	13,2%	-28,2%
marża EBIT	11,3%	13,6%	16,8%	17,1%	16,7%	17,1%	14,2%
Wynik na działalności finansowej	-1,8	-0,7	0,8	-2,2	-3,0	-4,6	-6,9
Zysk brutto	100,6	155,9	236,2	297,2	282,2	318,3	225,0
Podatek dochodowy	-19,8	-30,1	-45,4	-57,1	-53,6	-60,5	-42,7
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	80,7	125,7	190,7	240,1	228,6	257,8	182,2
zmiana	45,0%	55,7%	51,8%	25,9%	-4,8%	12,8%	-29,3%
marża	8,9%	10,9%	13,6%	13,7%	13,4%	13,7%	11,2%
Amortyzacja	4,4	5,5	7,3	8,6	8,6	8,6	8,6
EBITDA	106,9	162,1	242,7	308,1	293,8	331,5	240,5
zmiana	47,9%	51,7%	49,8%	26,9%	-4,6%	12,8%	-27,5%
marża EBITDA	11,8%	14,1%	17,3%	17,6%	17,2%	17,6%	14,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,8	24,8	24,9	25,0	25,0	25,0	25,0
EPS	3,3	5,1	7,7	9,6	9,2	10,3	7,3
CEPS	3,4	5,3	8,0	10,0	9,5	10,7	7,6
ROAE	9,3%	13,9%	19,7%	23,3%	21,7%	24,3%	17,5%
ROAA	4,8%	6,7%	8,7%	10,2%	9,4%	10,4%	7,2%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	1 753,0	1 977,3	2 390,4	2 337,3	2 506,5	2 461,2	2 583,8
Majątek trwały	18,7	20,5	30,8	32,9	32,9	32,9	32,9
Rzeczowe aktywa trwałe	7,0	7,6	10,5	10,8	10,8	10,8	10,8
WNiP	3,5	3,9	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	0,0	0,0	1,4	4,1	4,1	4,1	4,1
Pozostałe	8,2	9,0	8,4	7,7	7,7	7,7	7,7
Majątek obrotowy	1 734,2	1 956,8	2 359,6	2 304,4	2 473,6	2 428,3	2 550,9
Zapasy	1 478,7	1 507,6	1 989,1	2 050,0	2 151,5	2 253,1	2 354,6
Należności	27,5	9,3	35,4	35,4	36,4	37,5	38,6
Pozostałe aktywa obrotowe	2,7	2,8	4,0	5,4	5,4	5,4	5,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	225,4	437,1	331,2	213,6	280,2	132,3	152,2
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	1 753,0	1 977,3	2 390,4	2 337,3	2 506,5	2 461,2	2 583,8
Kapitał własny	883,6	929,5	1 002,3	1 056,6	1 047,9	1 077,2	1 001,6
Kapitał mniejszości	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Zobowiązania długoterminowe	432,1	325,3	410,7	395,2	535,2	535,2	700,2
Pożyczki i kredyty, obligacje	370,0	260,0	295,0	295,0	435,0	435,0	600,0
Rezerwy i inne	62,1	65,3	115,7	100,2	100,2	100,2	100,2

Zobowiązania krótkoterminowe	437,4	722,5	977,4	885,4	923,3	848,7	882,0
Pożyczki i kredyty, obligacje	0,0	120,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	193,9	222,6	272,8	247,0	254,4	262,0	269,9
Przychody przyszłych okresów	235,0	349,1	568,3	615,0	645,5	563,3	588,7
Inne	8,4	30,8	36,2	23,5	23,5	23,5	23,5

Dług	370,0	380,0	395,0	295,0	435,0	435,0	600,0
Dług netto	144,6	-57,1	63,8	81,4	154,8	302,7	447,8
(Dług netto / Kapitał własny)	16,4%	-6,1%	6,4%	7,7%	14,8%	28,1%	44,7%
(Dług netto / EBITDA)	-	-	-	-	-	-	-

BVPS	35,7	37,5	40,3	42,3	42,0	43,1	40,1
------	------	------	------	------	------	------	------

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	-40,0	265,2	198,1	151,6	175,5	93,9	128,3
Zysk brutto	100,6	155,9	236,2	297,2	282,2	318,3	225,0
Amortyzacja	4,4	5,5	7,3	8,6	8,6	8,6	8,6
Kapitał obrotowy	-138,7	106,3	-9,5	-71,4	-64,7	-177,2	-69,4
Pozostałe	-6,3	-2,5	-35,9	-82,9	-50,6	-55,9	-35,8
Przepływy inwestycyjne	23,1	-6,0	-212,9	-7,7	-0,1	11,4	-8,6
CAPEX	-5,9	-6,0	-6,9	-7,7	-8,6	-8,6	-8,6
Inwestycje kapitałowe	29,0	0,0	-206,0	0,0	8,5	20,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-79,7	-66,6	-119,9	-288,5	-100,2	-233,2	-99,7
Emisja akcji	0,0	4,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Dług	-24,0	10,0	6,0	-100,0	140,0	0,0	165,0
Dywidenda	-55,7	-80,5	-125,6	-189,8	-237,2	-228,6	-257,8
Pozostałe	0,0	0,0	-0,3	-2,2	-3,0	-4,6	-6,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	-96,7	192,7	-134,7	-144,6	75,1	-127,9	20,0
Środki pieniężne na koniec okresu	221,6	414,3	279,7	135,1	210,2	82,3	102,2
DPS (PLN)	2,25	3,25	5,05	7,60	9,50	9,15	10,33
FCF	-57,2	232,7	181,6	172,1	166,3	84,4	118,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	26,3	16,9	11,2	8,9	9,4	8,3	11,8
P/CE	25,0	16,2	10,8	8,6	9,0	8,0	11,2
P/BV	2,41	2,29	2,13	2,03	2,04	1,99	2,14
P/S	2,4	1,8	1,5	1,2	1,3	1,1	1,3
FCF/EV	-2,5%	11,2%	8,3%	7,7%	7,2%	3,4%	4,6%
EV/EBITDA	21,2	12,8	9,1	7,2	7,8	7,4	10,8
EV/EBIT	22,2	13,2	9,3	7,4	8,1	7,6	11,2
EV/S	2,5	1,8	1,6	1,3	1,3	1,3	1,6
DYield	2,6%	3,8%	5,9%	8,9%	11,1%	10,7%	12,0%
Cena (PLN)	85,8						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,8	24,8	24,9	25,0	25,0	25,0	25,0
MC (mln PLN)	2 125,4	2 126,3	2 133,7	2 142,3	2 142,3	2 142,3	2 142,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV (mln PLN)	2 269,8	2 069,2	2 197,6	2 223,8	2 297,2	2 445,1	2 590,1

piątek, 22 czerwca 2018 | aktualizacja raportu

LC Corp: kupuj (podtrzymana)

LCC PW; LCCP.WA | Deweloperzy, Polska

Nieuzasadnione dyskonto do sektora

Początek roku był bardzo udany w wykonaniu LC Corp. Pierwszym pozytywnym zaskoczeniem był wzrost sprzedaży mieszkań w 1Q'18 o 17% r/r. W konsekwencji nasza roczna prognoza jest wykonana w 32%. Następnie LC Corp zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe za 1Q, osiągając drugą najwyższą marżę deweloperską wśród deweloperów giełdowych. Osiągane przez Spółkę wyniki potwierdzają, że działalność mieszkaniowa LC Corp nie ustępuje pod względem efektywności, najsprawniejszym spółkom z branży (ROE ok. 20%). Szacujemy, że w latach 2018-2020 segment ten przyniesie średniorocznie ok. 120 mln PLN zysku netto. Gdyby do tej wartości przyłożyć mnożniki, na których rynek wycenia dziś Atal lub Dom Development ($P/E'18-20=8,7x$), osiągnęlibyśmy wycenę segmentu mieszkaniowego na poziomie obecnej kapitalizacji Spółki. NAV segmentu komercyjnego w LC Corp wyniósł na koniec 1Q'18 1,07 mld PLN, lecz przy bieżącej kapitalizacji jego rynkowa wycena jest bliska zera. Ryzyko utraty wartości wrocławskich aktywów Spółki w segmencie handlowym nie uzasadnia tak głębokiego dyskonta. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, wyznaczając cenę docelową dla akcji LC Corp na poziomie 3,60 PLN.

Segment mieszkaniowy

Szacujemy, że w latach 2018-2020 LC Corp rozliczy w wynikach 2000-2200 lokali rocznie. Powyższe szacunki są w całości pokryte posiadanym przez Spółkę bankiem ziemi oraz zbliżone do bieżącego potencjału wyrażonego wolumenami sprzedaży mieszkań. Szacowany przez nas ZN'18-20 segmentu to ok. 120 mln PLN rocznie. Nasze założenia do wyceny po okresie szczegółowej prognozy zakładają spadek ZN o ok. 35% względem bieżącego poziomu, co jest bardziej konserwatywnym założeniem niż w DOM i 1AT, gdzie zakładamy spadek o około 20-25%.

Segment komercyjny

W 1Q'18 LC Corp oddał do użytku biurowiec Retro Office House we Wrocławiu. Obiekt jest niemal w 100% wynajęty i zwiększa portfel nieruchomości pracujących LC Corp do 176 tys. m² GLA. W budowie znajduje się biurowiec Wola Retro (Warszawa) o powierzchni najmu 24 tys. m², na którym Spółka może rozpoznać ok. 100 mln PLN zysku z wyceny w okresie 4Q'18-2Q'19. Oczyszczony ZN segmentu komercyjnego szacujemy na ok. 60-65 mln PLN, który może wzrosnąć do 70-75 mln PLN po oddaniu do użytku warszawskiego biurowca. Wciąż widzimy ryzyko utraty wartości Arkad Wrocławskich, niemniej po odpisaniu ponad 20% wartości obiektu w ostatnich dwóch latach, nie spodziewamy się gwałtownej dewaluacji.

Sprzedaż aktywów

Biurowce Spółki we Wrocławiu (Retro Office) i Katowicach (Silesia Star) mogą być przedmiotem sprzedaży. Ich obecny NAV to ok. 320 mln PLN (30% kapitalizacji). Część środków ze sprzedaży mogłaby być przeznaczona na dywidendę nadzwyczajną. Przypominamy, że Spółka jeszcze nie wypłaciła dywidendy za 2017 rok (0,24 PLN, 10,0%).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	547,0	706,2	795,3	870,5	937,1
EBIT bez rewaluacji	169,6	208,6	237,3	257,3	272,6
marża	31,0%	29,5%	29,8%	29,6%	29,1%
EBIT	203,8	89,3	252,6	276,5	272,6
Zysk netto	113,1	80,2	186,1	202,5	198,8
Zysk netto korygowany	120,7	150,6	172,4	186,8	198,8
P/E	9,5	13,3	5,7	5,3	5,4
P/E korygowane	8,9	7,1	6,2	5,7	5,4
P/BV	0,77	0,74	0,70	0,67	0,64
EV/EBIT bez rewaluacji	10,7	8,7	8,2	7,8	7,5
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,31
DYield	7,5%	2,9%	10,0%	12,1%	13,1%

Cena bieżąca	2,39 PLN
Cena docelowa	3,58 PLN
Kapitalizacja	1 070 mln PLN
Free float	440 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,56 mln PLN

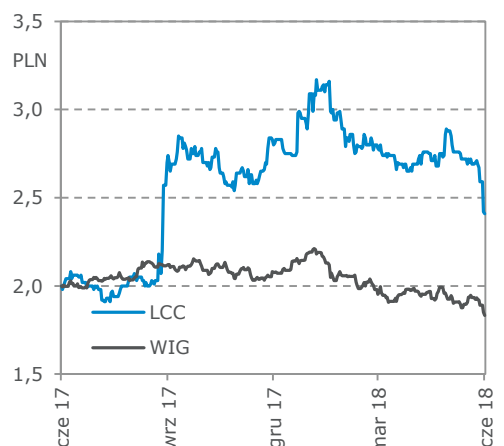
Struktura akcjonariatu

PZU OFE	15,17%
NN OFE	14,13%
Altus TFI	13,37%
Aviva OFE	10,22%
Aegon OFE	5,93%
Pozostali	41,18%

Profil spółki

LC Corp jest deweloperem mieszkaniowym i komercyjnym, działającym na polskim rynku od 2006 r., realizującym projekty na terenie Warszawy, Wrocławia, Krakowa, Gdańska i Katowic. LC Corp jest III pod względem sprzedaży mieszkań (ok. 2000 szt. rocznie) oraz II pod względem przychodów z najmu (ok. 176 tys. m² GLA) deweloperem notowanym na GPW. W kolejnych latach Spółka zamierza wzmacniać swoją pozycję na czterech podstawowych rynkach mieszkaniowych, na których w 2017 r. posiadała 3,1% udział.

Kurs akcji LC Corp na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
LC Corp	3,58	3,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
LC Corp	2,39	3,58	+49,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-5,0%	-3,1%	+1,0%
EBIT korygowany	+1,3%	-3,8%	-1,8%
Zysk netto korygowany	+1,3%	-3,4%	-1,3%

Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Wycena

Akcje LC Corp wyceniliśmy przy zastosowaniu metody SOTP (suma części składowych) oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji, równa **3,58 PLN**, jest o **50%** wyższa od aktualnej wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy kupno akcji LC Corp.

(PLN)	waga	cena
Wycena SOTP	50%	3,46
Wycena porównawcza	50%	3,27
cena wynikowa		3,37
cena docelowa za 9 m-cy		3,58

Wycena porównawcza

Wycena akcji LC Corp metodą porównawczą wynosi **3,27 PLN** i jest o **37% wyższa od bieżącego kursu**. Do wyceny wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (**P/BV'18-20**), ceny do skorygowanego zysku netto (**P/E'18-20**) oraz stopę dywidendy (**DYield'18-20**). Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie spółki, wyspecjalizowane w działalności deweloperskiej na rynku mieszkaniowym (**Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, Lokum, Polnord, Ronson**). Ponadto, w grupie porównawczej znajduje się deweloper

powierzchni biurowych, handlowych i mieszkaniowych w Polsce, z przewagą segmentu komercyjnego (**Echo Investment**) oraz deweloper komercyjny (powierzchnie biurowe i handlowe), działający na rynkach CEE, posiadający znaczny portfel nieruchomości na wynajem (**GTC**).

LC Corp jest notowany z ok. **20% dyskontem** względem spółek porównywanych na **P/BV** oraz **P/E**. Dyskonto na **DYield** rośnie do około **35%**.

Analiza porównawcza

	Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/BV			P/E			DYield		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Archicom	15,00	384	0,83	0,76	0,72	7,0	4,9	6,1	9,6%	9,3%	10,0%
Atal	40,80	1 580	1,86	1,87	1,86	8,3	8,7	8,4	8,7%	11,6%	11,6%
Dom Development	85,80	2 134	2,03	2,04	1,99	8,9	9,4	8,3	8,9%	11,1%	10,7%
Echo Investment	4,39	1 812	1,08	1,01	0,99	6,0	5,5	6,8	11,4%	11,7%	12,7%
GTC	9,10	4 188	1,04	0,98	0,91	11,3	9,8	8,5	3,6%	3,8%	4,4%
i2 Development	15,40	149	0,59	0,57	0,51	4,7	5,3	3,5	6,9%	10,7%	9,4%
JWC	3,48	309	0,43	0,39	0,36	9,4	3,8	4,7	0,0%	0,0%	0,0%
Lokum Deweloper	18,80	338	1,00	0,95	0,84	6,3	7,2	4,8	4,5%	8,0%	6,9%
Polnord	9,04	296	0,42	0,42	0,41	270,0	-	17,6	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,09	179	0,52	0,50	0,47	11,8	7,8	4,6	4,6%	5,5%	7,3%
Mediana			0,91	0,85	0,78	8,6	7,2	6,4	5,8%	8,7%	8,4%
LC Corp	2,39	1 070	0,70	0,67	0,64	6,2	5,7	5,4	10,0%	12,1%	13,1%
Premia (dyskonto)			-23,4%	-21,5%	-17,1%	-28,1%	-20,5%	-16,6%	-43%	-28,3%	-36,0%

Implikowana wycena

Wycena 1 akcji (PLN)	3,12	3,04	2,88	3,32	3,01	2,86	4,16	3,34	3,73
Waga wskaźnika	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Wartość firmy na akcję (PLN) 3,27

Wycena SOTP

Metodą SOTP (Sum of the Parts) oddzielnie szacujemy wartość segmentu komercyjnego (wyceniany modelem **NAV**), a oddzielnie segmentu mieszkaniowego (wyceniany modelem **DCF**). Łączna wycena obu części wynosi 3,46 PLN, na którą w **50,2%** składa się **segment mieszkaniowy** (1,74 PLN), a w **49,8%** **segment komercyjny** (1,72 PLN).

Założenia wyceny NAV

- **Metodologia:** Wycena metodą NAV stanowi zdyskontowaną na dziś wartość kapitałów własnych Spółki w 2022 r. Tak oszacowaną wartość korygujemy o różnicę między założonym kosztem kapitału a szacowanym zwrotem z kapitału po okresie szczegółowej prognozy.
- **CAPEX:** 144 mln PLN w 2018 r., 63 mln PLN w 2019 r. Nakłady inwestycyjne w 80% związane są z realizacją dwóch inwestycji biurowych we Wrocławiu (Retro Office House) i Warszawie (Wola Retro), a w 12% z przebudową obiektu Sky Tower. Pozostałe wydatki są związane z przygotowaniem powierzchni dla najemców w istniejących obiektach.
- **Rewaluacja portfela:** Zakładamy zysk z wyceny nieruchomości biurowych (Retro Office House, Wola Retro, Silesia Star) w kwocie 110 mln PLN w latach 2018-2019. Ponadto zakładamy ujemną rewaluację obiektów biurowo-handlowych we Wrocławiu o 64 mln

PLN w latach 2017-2019, w związku z założonym spadkiem przychodów z wynajmu oraz ujemną rewaluację w kwocie 10 mln PLN z tytułu osłabienia kursu EUR/PLN.

- **Sprzedaż nieruchomości:** brak sprzedaży nieruchomości w okresie prognozy.
- **Dług:** Wskaźnik LTV na poziomie 41-44% w okresie prognozy.
- **Wyniki operacyjne:** Wzrost FFO w tempie 7% rocznie w okresie 2018-2022.
- **EUR/PLN:** 4,15 na koniec 2018 r. oraz w kolejnych latach.
- **Koszt kapitału:** stopa wolna od ryzyka: 3,5%, premia za ryzyko: 5,0%, Beta: 1,0.
- **Dyskonto (ROE-COE):** 23% dyskonta w związku z różnicą między kosztem kapitału własnego a zwrotem z kapitału własnego na koniec okresu szczegółowej prognozy.

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nieruchomości pracujące	1 801	2 059	2 059	2 069	2 079
NAV nieruchomości pracujących	1 013	1 159	1 177	1 205	1 233
LTV	44%	44%	43%	42%	41%
NAV Nieruchomości w budowie	98	0	0	0	0
Gotówka	141	140	197	257	319
Zobowiązania (Sky Tower)	-39	0	0	0	0
Rezerwy na podatek odroczoney	-112	-116	-116	-118	-120
NAV segmentu komercyjnego	1 101	1 183	1 259	1 344	1 432
Dynamika NAV (ROE)	6,8%	7,4%	6,4%	6,8%	6,5%
Koszt kapitału własnego (COE)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Współczynnik dyskonta	95,3%	87,8%	80,9%	74,6%	68,7%
Zdyskontowany NAV segmentu komercyjnego	1 049	1 039	1 019	1 003	984
Premia/Dyskonto (ROE - COE)					-23%
Wartość segmentu komercyjnego					770
Liczba akcji (mln)					447,6
Wartość segmentu komercyjnego na akcję (PLN)					1,72

Założenia wyceny DCF

- Mieszkania rozliczone w wyniku:** 2007 w 2018 r., 2114 w 2019 r. oraz 2203 w 2020 r. oszacowane w całości w oparciu o bieżący bank ziemi Spółki. W latach 2021-2022 zakładamy cykliczny spadek liczby przekazanych mieszkań do 1800 szt. rocznie.
- Cena mieszkań:** Średni przychód w przeliczeniu na 1 mieszkanie szacujemy na 330 tys. PLN w latach 2018-2020. W latach 2021-2022 zakładamy stabilizację na poziomie 320 tys. PLN oraz 2% tempo wzrostu cen po 2022 r.
- Marża deweloperska:** 28,6% w 2018 r., 27,3% w 2019 r. oraz 26,2% w 2020 r. Po 2020 r. stopniowy spadek do 23% w 2022 r. Stabilizacja na powyższym poziomie w kolejnych latach.
- SG&A:** koszty zarządu i sprzedaży na poziomie średnio 5,9% przychodów w latach 2018-2020. W latach 2021-2022 stopniowy wzrost do poziomu 7,7% przychodów.
- Zapasy i zaliczki:** Docelowy poziom zapasów w 2022 r. równy 150% przychodów ze sprzedaży. Zaliczki na mieszkania docelowo na poziomie 25% zapasów.

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	646	702	752	608	588	599	611	623	636	649	662
zmiana	15%	9%	7%	-19%	-3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	145	151	155	102	90	91	93	95	97	98	100
marża EBITDA	22,5%	21,5%	20,6%	16,9%	15,4%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	144	150	154	101	89	90	92	94	95	97	99
marża EBIT	22,3%	21,3%	20,5%	16,7%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Opodatkowanie EBIT	27	28	29	19	17	17	17	18	18	18	19
NOPLAT	117	121	125	82	72	73	74	76	77	79	80
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	-36	-20	-87	-109	12	-8	-8	-8	-8	-8	-8
FCF	81	101	37	-27	84	65	66	68	69	71	72
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	95,3%	87,8%	81,0%	74,6%	68,8%	63,4%	58,4%	53,8%	49,6%	45,7%	
PV FCF	76,8	88,4	30,3	-20,3	57,7	41,0	38,6	36,4	34,4	32,4	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 114
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	509
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	416
Wartość firmy (EV)	925
Dług netto segmentu mieszkaniowego (koniec 2017 r.)	148
Wyplacona dywidenda	0
Wartość segmentu mieszkaniowego	777
Liczba akcji (mln)	447,6
Wartość segmentu mieszkaniowego na akcję (PLN)	1,74

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	1,74	1,65	1,65	1,74	1,94
WACC -0,5 p.p.	1,83	1,74	1,74	1,83	2,08
WACC	1,83	1,74	1,74	1,83	2,08
WACC +0,5 p.p.	1,74	1,65	1,65	1,74	1,94
WACC +1,0 p.p.	1,58	1,52	1,52	1,58	1,74

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	449,9	547,0	706,2	795,3	870,5	937,1	796,4
zmiana	25,4%	21,6%	29,1%	12,6%	9,5%	7,7%	-15,0%
w tym:							
Segment mieszkaniowy	318,9	402,3	562,7	645,9	701,8	752,4	608,0
zmiana	31,4%	26,2%	39,9%	14,8%	8,6%	7,2%	-19,2%
Segment komercyjny	130,9	144,7	143,5	149,4	168,8	184,7	188,4
zmiana	12,8%	10,5%	-0,8%	4,1%	12,9%	9,5%	2,0%
Koszt własny sprzedaży	-164,1	-370,0	-646,5	-660,6	-686,4	-638,0	-664,2
Zysk brutto na sprzedaży	171,4	207,9	260,8	287,6	309,7	326,6	277,8
marża brutto na sprzedaży	38,1%	38,0%	36,9%	36,2%	35,6%	34,9%	34,9%
w tym:							
Segment mieszkaniowy	88,4	104,7	162,2	184,5	191,6	197,3	145,9
marża	27,7%	26,0%	28,8%	28,6%	27,3%	26,2%	24,0%
Segment komercyjny	83,0	103,1	98,6	103,1	118,1	129,3	131,9
marża	63,4%	71,2%	68,7%	69,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Koszty sprzedaży	-13,0	-13,9	-15,5	-16,2	-16,7	-17,2	-17,7
Koszty ogólnego zarządu	-23,0	-26,8	-35,1	-34,2	-35,2	-36,3	-37,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-3,2	2,4	-1,6	0,1	-0,5	-0,5	-0,5
EBIT bez rewaluacji	132,3	169,6	208,6	237,3	257,3	272,6	222,2
zmiana	11,3%	28,2%	23,0%	13,8%	8,4%	6,0%	-18,5%
marża EBIT	29,4%	31,0%	29,5%	29,8%	29,6%	29,1%	27,9%
Rewaluacja nieruchomości	22,2	34,2	-119,3	15,3	19,3	0,0	10,3
EBIT	154,5	203,8	89,3	252,6	276,5	272,6	232,5
Koszty odsetek netto	-22,4	-20,6	-22,6	-24,5	-26,6	-27,2	-28,0
Różnice kursowe i pozostałe koszty finansowe	-6,0	-31,1	35,2	1,1	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	126,1	152,0	101,8	229,3	250,0	245,5	204,6
Podatek dochodowy zapłacony	-5,4	-10,5	-23,6	-30,1	-43,8	-46,6	-36,9
Podatek dochodowy odroczony	-11,7	-28,4	2,0	-13,1	-3,7	0,0	-2,0
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto korygowany	89,0	120,7	150,6	172,4	186,8	198,8	157,4
zmiana	8,0%	35,6%	24,8%	14,5%	8,4%	6,4%	-20,8%
marża	19,8%	22,1%	21,3%	21,7%	21,5%	21,2%	19,8%
Zysk netto	108,9	113,1	80,2	186,1	202,5	198,8	165,7
Liczba przekazanych lokali (szt.)	1 108	1 393	1 801	2 007	2 114	2 203	1 900
Średnia cena 1 mieszkania (tys. PLN)	288	289	312	322	332	342	320
Kurs EUR/PLN na koniec roku	4,26	4,42	4,17	4,15	4,15	4,15	4,15
zmiana	0,0%	3,8%	-5,7%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6
EPS korygowany	0,20	0,27	0,34	0,39	0,42	0,44	0,35
EPS	0,24	0,25	0,18	0,42	0,45	0,44	0,37
ROAE korygowany	6,8%	8,7%	10,6%	11,6%	11,9%	12,2%	9,3%
ROAA korygowany	3,2%	4,0%	4,6%	5,1%	5,5%	5,8%	4,7%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	2 890,9	3 197,1	3 299,6	3 400,8	3 437,4	3 410,8	3 308,5
Majątek trwały	1 767,5	1 920,9	1 920,7	2 086,7	2 169,0	2 169,0	2 179,3
Rzeczowe aktywa trwałe	5,8	5,3	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6
Nieruchomości inwestycyjne	1 648,1	1 810,4	1 804,5	1 976,4	2 058,7	2 058,7	2 069,0
Grunty zakwalifikowane do aktywów trwałych	86,2	86,2	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3
Aktywa z tyt. podatku odroczonego	19,9	11,0	9,6	2,7	2,7	2,7	2,7
Pozostałe	7,6	8,0	14,6	15,7	15,7	15,7	15,7
Majątek obrotowy	1 123,4	1 276,2	1 378,9	1 314,1	1 268,3	1 241,7	1 129,2
Zapasy	830,3	884,5	977,9	950,0	933,5	917,1	912,0
Należności handlowe	37,9	26,9	33,2	40,0	41,2	42,4	43,7
Pozostałe	13,0	9,9	23,7	32,5	32,5	32,5	32,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	242,1	354,9	344,2	291,6	261,1	249,7	141,0
PASYWA	2 890,9	3 197,1	3 299,6	3 400,8	3 437,4	3 410,8	3 308,5
Kapitał własny	1 364,6	1 396,2	1 448,4	1 527,3	1 600,5	1 659,2	1 725,5
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1 066,4	1 109,5	1 047,9	1 099,8	1 136,7	1 153,9	1 098,3
Kredyty i obligacje	858,1	921,8	902,1	986,5	1 020,8	1 037,9	980,4
Zobowiązania z tytułu nabycia Sky Tower	109,0	74,0	37,6	1,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwa z tyt. podatku odroczonego	99,2	113,7	108,2	112,3	115,9	115,9	117,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	459,9	691,5	803,3	773,7	700,2	597,7	484,7
Kredyty i obligacje	76,5	170,2	179,6	183,5	183,5	183,5	183,5
Zobowiązania handlowe	85,4	95,4	127,7	151,5	141,5	91,5	71,5
Zobowiązania z tytułu nabycia Sky Tower	39,0	39,0	39,0	38,0	0,0	0,0	0,0
Zaliczki na mieszkania	258,3	385,4	455,3	399,0	373,4	321,0	228,0
Zaliczki na mieszkania	0,7	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Dług	934,7	1 092,0	1 081,7	1 169,9	1 204,3	1 221,4	1 163,9
Dług netto	692,6	737,1	737,5	878,4	943,2	971,7	1 022,9
(Dług netto / Kapitał własny)	50,8%	52,8%	50,9%	57,5%	58,9%	58,6%	59,3%
(Dług netto / EBIT bez rewaluacji)	5,2	4,3	3,5	3,7	3,7	3,6	4,6
LTV brutto	36,4%	39,3%	37,7%	38,8%	39,1%	39,9%	37,9%
LTV netto	27,0%	26,5%	25,7%	29,2%	30,6%	31,7%	33,3%
BVPS	3,05	3,12	3,24	3,41	3,58	3,71	3,86

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	58,8	199,0	166,9	185,5	194,2	139,9	77,3
EBIT bez rewaluacji	132,3	169,6	208,6	237,3	257,3	272,6	222,2
Amortyzacja	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Kapitał obrotowy	-46,3	91,0	-17,9	-36,2	-20,3	-87,2	-109,2
Podatek zapłacony	-5,4	-10,5	-23,6	-30,1	-43,8	-46,6	-36,9
Pozostałe	-22,4	-51,9	-1,2	13,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-82,4	-102,0	-141,5	-183,8	-103,2	-1,1	-1,1
Wydutki na środki trwałe	-0,9	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Wydutki na nieruchomości	-41,2	-61,2	-100,3	-144,5	-63,1	0,0	0,0
Pozostałe	-40,3	-40,1	-40,4	-38,3	-39,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-20,7	15,7	-36,0	-54,4	-121,5	-150,2	-184,8
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	12,1	127,2	34,2	80,2	34,3	17,1	-57,5
Dywidenda	0,0	-80,6	-31,3	-107,4	-129,3	-140,1	-99,4
Zapłacone odsetki	-32,8	-31,0	-38,8	-27,2	-26,6	-27,2	-27,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-44,3	112,8	-10,6	-52,7	-30,5	-11,4	-108,7
Środki pieniężne na koniec okresu	242,1	354,9	344,2	291,6	261,1	249,7	141,0
DPS (PLN)	0,00	0,18	0,07	0,24	0,29	0,31	0,22
FCF	-23,6	97,1	25,4	1,7	91,1	138,8	76,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	18,3%	18,6%	20,0%	23,1%	11,9%	0,1%	0,1%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E koryg.	12,0	8,9	7,1	6,2	5,7	5,4	6,8
P/E	9,8	9,5	13,3	5,7	5,3	5,4	6,5
P/BV	0,78	0,77	0,74	0,70	0,67	0,64	0,62
P/S	2,4	2,0	1,5	1,3	1,2	1,1	1,3
FCF/EV	-1,3%	5,4%	1,4%	0,1%	4,5%	6,8%	3,6%
EV/EBIT bez rewaluacji	13,3	10,7	8,7	8,2	7,8	7,5	9,4
EV/S	3,9	3,3	2,6	2,4	2,3	2,2	2,6
DYield	0,0%	7,5%	2,9%	10,0%	12,1%	13,1%	9,3%
Cena (PLN)	2,39						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6
MC (mln PLN)	1 069,7	1 069,7	1 069,7	1 069,7	1 069,7	1 069,7	1 069,7
EV (mln PLN)	1 762,2	1 806,8	1 807,1	1 948,0	2 012,9	2 041,3	2 092,5

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZeważenie (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

Równoważenie (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

Niedoważenie (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

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

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

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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.

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był Współzarządzającym Księgą Popytu dla spółki LC Corp.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółki Atal.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółki Atal.

mBank S.A. pełni funkcję doradcy przy oferowaniu i plasowaniu akcji dla spółki Atal.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji dla spółki Polnord.

mBank S.A. pełni funkcję agenta emisji dla spółki i2 Development.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe od spółek Atal, LC Corp, i2 Development, Polnord.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 22 czerwca 2018 o godzinie 8:49.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 czerwca 2018 o godzinie 8:49.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

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

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

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Archicom wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,30	15,75

Rekomendacje dotyczące spółki Atal wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	47,00	49,20	45,00
kurs z dnia rekomendacji	43,40	42,40	40,40

Rekomendacje dotyczące spółki Dom Development wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	103,10	103,00	101,10
kurs z dnia rekomendacji	85,80	82,00	82,25

Rekomendacje dotyczące spółki i2 Development wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,30	14,90

Rekomendacje dotyczące spółki JWC wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	4,41

Rekomendacje dotyczące spółki LC Corp wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,70	3,10	2,69

Rekomendacje dotyczące spółki Lokum wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,80	18,00	16,30

Rekomendacje dotyczące spółki Polnord wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70

Rekomendacje dotyczące spółki Ronson wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,32	1,32	1,45

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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