

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 marżę 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 przetrzymać 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.

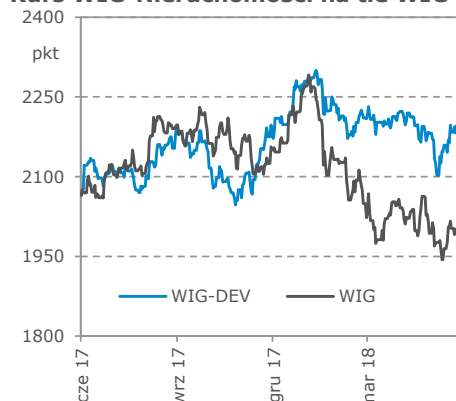
Spółka	Kurs YTD	P/BV 2018P	P/BV 2018P	P/E 2019P	P/E 2020P	2018P	2019P	2020P	DYield 2018P	2019P	2020P
Archicom	+0%	0,83	7,0	4,9	6,1	9,6%	9,3%	10,0%			
Atal	-4%	1,86	8,3	8,7	8,4	8,7%	11,6%	11,6%			
Dom Dev.	+0%	2,03	8,9	9,4	8,3	8,9%	11,1%	10,7%			
i2 Dev.	+25%	0,59	4,7	5,3	3,5	6,9%	10,7%	9,4%			
JWC	-17%	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 przetrzymać 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

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

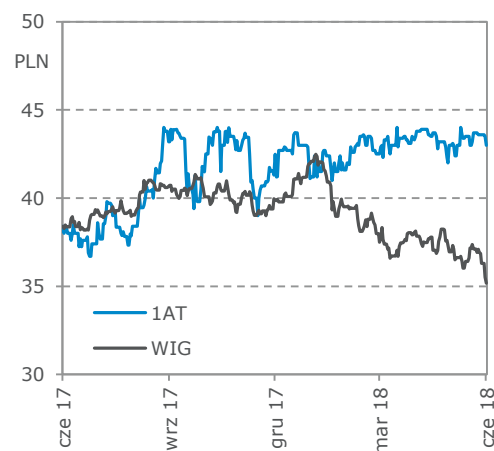
Struktura akcjonariatu

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

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

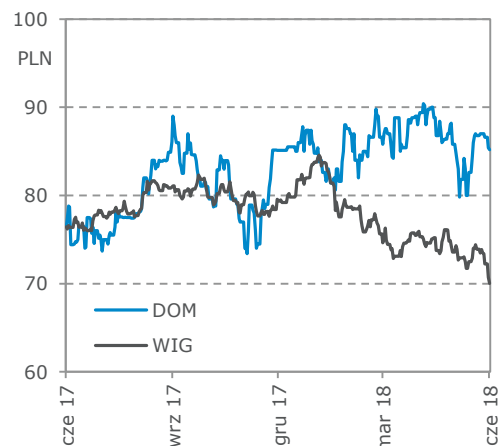
Struktura akcjonariatu

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

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

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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