

wtorek, 26 września 2017 | raport analityczny

LC Corp: kupuj (nowa)

LCC PW; LCCP.WA | Deweloperzy, Polska

Czas zamknąć dyskonto

W połowie września Leszek Czarnecki sprzedał wszystkie posiadane przez siebie akcje (51,2% udziału) po cenie 2,10 PLN/akcję (481 mln PLN). Powyższa transakcja oznacza w praktyce objęcie kontroli nad Spółką przez fundusze rynku kapitałowego. Uważamy, że zmiana właścicielska, wprowadzenie przejrzystej strategii rozwoju oraz przewidywalnej polityki dywidendowej przyczynią się do zamknięcia około 40% dyskonta, występującego w wycenie LC Corp względem spółek porównywalnych. Scenariusz ten już częściowo się zmaterializował, gdyż od momentu ogłoszenia transakcji, kurs Spółki wzrósł o 29%, a dyskonto względem sektora zmniejszyło się do 25% na P/E i P/BV. Pod kierownictwem obecnego Prezesa LC Corp kilkakrotnie zwiększył skalę prowadzonej działalności, plasując się w rynkowej czołówce pod względem wskaźników efektywności. W latach 2017-19 prognozujemy wzrost oczyszczanego ZN dewelopera w tempie CAGR=21%, za co w około 2/3 odpowiada rynek mieszkaniowy, napędzany rekordowo niskimi stopami procentowymi i mocnym rynkiem pracy. Wzrostu zysku oczekujemy również na działalności komercyjnej w związku z prowadzonymi inwestycjami biurowymi. Bieżącą wartość LC Corp szacujemy na 3,31 PLN w oparciu o metodę SOTP (1,68 PLN – część mieszkaniowa, 1,62 PLN – część komercyjna) oraz na 3,34 PLN w oparciu o metodę mnożnikową. Cenę docelową dla akcji spółki wyznaczamy na 3,54 PLN, co oznacza 31% potencjał wzrostu kursu.

Opcje dla nowych właścicieli

Uważamy, że w najbliższych latach Spółkę stać na wzrost skali działalności przy jednoczesnej wypłacie dywidendy powyżej sektorowej średniej (DYield'18-19=6,7%). Potencjał kryje się również w portfelu nieruchomości komercyjnych, których NAV jest zbliżony do bieżącej kapitalizacji Spółki. Część aktywów mogłaby być przedmiotem szybkiej sprzedaży i uwolnić znaczne środki pieniężne na szybszy wzrost lub dywidendę nadzwyczajną.

Działalność mieszkaniowa

Segment mieszk. wkracza w okres dynamicznego wzrostu wyników. Opierając się w 100% na banku ziemi w posiadaniu LCC prognozujemy wzrost ZN w tempie CAGR'17-19 równym 34% do ponad 140 mln PLN w '19. Szacowana przez nas marża netto '17-19 segmentu wynosi 17,5%, a ROE'17-19 22,9%, co stawia Spółkę w gronie najbardziej efektywnych deweloperów w branży. Posiada ona wystarczającą ofertę i bank ziemi by utrzymać w latach 2017-18 sprzedaż mieszkań na poziomie około 2000 szt. – 3,0-3,5% udziału w rynku. Akwizycje gruntów mogą podnieść ten udział (nieuwzględnione w wycenie).

Działalność komercyjna

NAV segmentu komercyjnego w LC Corp wynosi 978 mln PLN (2,18 PLN na akcję). 85% aktywów netto segmentu stanowią nieruchomości pracujące, które generują ZN około 60 mln PLN (ROE=7,3%). Pozostałe 15% dotyczy dwóch wysokomarżowych inwestycji biurowych we Wrocławiu i Warszawie, które według naszych szacunków wygenerują przynajmniej 130 mln PLN marży deweloperskiej i zwiększą oczyszczony ZN segmentu o około 30%.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	449,9	547,0	723,2	834,9	945,3
EBIT bez rewaluacji	132,3	169,6	221,3	241,5	290,4
marża	29,4%	31,0%	30,6%	28,9%	30,7%
EBIT	154,5	203,8	148,9	245,4	305,7
Zysk netto	108,9	113,1	120,3	188,7	224,7
Zysk netto korygowany	89,0	120,7	159,9	174,6	212,3
P/E	11,1	10,6	10,0	6,4	5,4
P/E korygowane	13,5	10,0	7,5	6,9	5,7
P/BV	0,88	0,86	0,81	0,74	0,69
EV/EBIT bez rewaluacji	14,3	11,4	9,3	9,0	7,8
DPS	0,00	0,18	0,07	0,13	0,23
DYield	0,0%	6,7%	2,6%	4,6%	8,7%

Cena bieżąca	2,69 PLN
Cena docelowa	3,54 PLN
Kapitalizacja	1204 mln PLN
Free float	497 mln PLN
Średni dzienny obrót (3M)	2,9 mln PLN

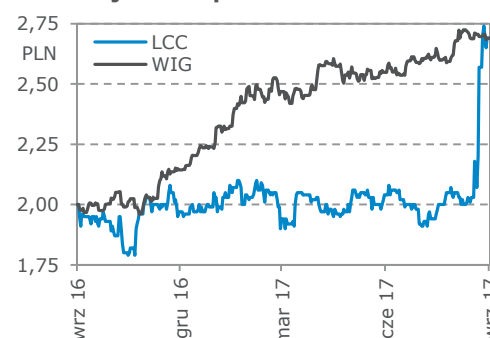
Struktura akcjonariatu

PZU OFE	14,82%
Altus TFI	13,14%
NN OFE	12,03%
Quercus TFI	6,93%
Aviva OFE	6,75%
Nordea OFE	5,01%
Pozostali	41,32%

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 IV pod względem sprzedaży mieszkań (ok. 2000 szt. rocznie) oraz II pod względem przychodów z najmu (ok. 150 tys. m² GLA) deweloperem notowanym na GPW. W kolejnych latach Spółka zamierza wzmocnić swoją pozycję na czterech podstawowych rynkach mieszkaniowych, na których w 2016 r. posiadała 3,5-4,0% udział oraz dokończyć dwie inwestycje biurowe w segmencie biurowym, które zwiększą portfel nieruchomości na wynajem do ok. 200 tys. m².

Kurs akcji LC Corp na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
LC Corp	3,54	-	kupuj	przeważają
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
LC Corp	2,69	3,54	+31,4%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu*		2017P	2018P	2019P
Przychody		+3,8%	-4,9%	+5,5%
EBIT korygowany		+16,3%	-0,2%	+14,1%
Zysk netto korygowany		+19,2%	+0,4%	+16,1%

*zmiana prognoz względem komentarza specjalnego „Deweloperzy mieszkaniowi” z dn. 12.05.2017

Analityk:

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**PRZEWAGAŻENIE (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.

mBank S.A. otrzymał od podmiotu powiązanego z emitentem wynagrodzenie za świadczone usługi.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu emitenta.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 września 2017 o godzinie 08:30.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 września 2017 o godzinie 08:30.

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.

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.**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.**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.**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki LC Corp S.A.**

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@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

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

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

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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