

Deweloperzy mieszkaniowi

Stabilizacja na wysokim poziomie

Po rekordowym pod względem przedsprzedaży roku 2017 pierwszy kwartał 2018r. przyniósł spowolnienie dynamik 14 giełdowych deweloperów z +22% r/r w całym 2017r. do +3% r/r w 1Q18. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że mocny popyt zarówno konsumpcyjny, jak i inwestycyjny (korzystne otoczenie makroekonomiczne) będzie wspierać utrzymanie wysokich poziomów przedsprzedaży. Jako główne czynniki ryzyka wskazujemy na rosnące koszty budowy (deficyt siły roboczej) oraz ograniczoną dostępność gruntów. Oczekujemy, że obecna sytuacja rynkowa będzie miała neutralny wpływ na rentowności generowane na realizowanych inwestycjach w krótkim terminie, zaś w długim terminie doprowadzi to do pojawienia się presji na marżach (rosnący koszt zakupu nowych gruntów, stałe wzrosty kosztów budowy przy stabilizacji cen sprzedaży). Jednocześnie uważamy, że wyceny deweloperów są nadal atrakcyjne wspierane przez rekordowo wysokie dywidendy.

Dom Development: Podtrzymujemy 12M cenę docelową na poziomie PLN 90/akcję obniżając rekomendację z Akumuluj do Neutralnie. W naszej ocenie DOM posiada ograniczony potencjał organicznego zwiększenia skali działalności, zaś główny czynnik ryzyka dla spółki stanowi relatywnie niewielki potencjał sprzedażowy (2.6x roczna sprzedaż). Wycenę P/E 9.1x i P/BV 2.0x przy ROE 23% w 2018p uważamy za uzasadnioną. Oczekujemy DPS PLN 7.60/akcję w 2018p (DY 8.9%) i PLN 9.44/akcję w 2019p (DY 11%).

Atal: Podwyższamy rekomendację z Neutralnie do Akumuluj podtrzymując 12M cenę docelową na poziomie PLN 43/akcję. Jako mocne strony 1AT uważamy: 1) mocny, atrakcyjnie zakupiony i zdwersyfikowany bank ziemi, 2) niski poziom zadłużenia oraz 3) wysoką efektywność kosztową. Oczekujemy stabilizacji przedsprzedaży i przekazania na poziomie ok. 2,700-2,800 lokali w latach 2018-20p. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na P/E 7.4x i 7.6x w 2018-19p oferując 2019p DY 10.8%.

LC Corp: Podtrzymujemy rekomendację Kupuj obniżając 12M cenę docelową z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję. Obniżamy 12M TP z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję ze względu na aktualizację wartości nieruchomości w 4Q17-1Q18 oraz zakładane wolniejsze tempo przekazania. LCC wyceniany jest na P/E skoryg. 6.8x i 6.3x w 2018-19p oferując DY 10.0% w 2018p i 11.0% w 2019p. Zakładając godziwą wartość segm. najmu na poziomie 1x 1Q18 NAV, wycena spółki implikuje zerową EV segm. mieszkaniowego.

Lokum Deweloper: Podtrzymujemy rekomendację Kupuj podwyższając 12M cenę docelową z PLN 23/akcję do PLN 25/akcję. Jako główny atut inwestycyjny LKD wskazujemy na wysoki potencjał sprzedaży (7,500 lokali na koniec 1Q18) przy przeciętnym koszcie zakupu poniżej PLN 600/mkw. PUM, co powinno pozwolić spółce na utrzymanie wysokich rentowności na projektach. LKD obecnie wyceniany jest na P/E 5.7x w 2018p i 5.4x w 2019p, przy DY odpowiednio 7.7% w 2019p.

Dom Development **Neutralnie**

Cena docelowa (PLN)	90
Cena bieżąca (PLN)	86
Potencjał wzrostu/spadku	+5%
Poprzednia cena docelowa	90
Poprzednia rekomendacja	Akumuluj

Atal **Akumuluj**

Cena docelowa (PLN)	43
Cena bieżąca (PLN)	37
Potencjał wzrostu/spadku	+16%
Poprzednia cena docelowa	43
Poprzednia rekomendacja	Neutralnie

LC Corp **Kupuj**

Cena docelowa (PLN)	3.0
Cena bieżąca (PLN)	2.4
Potencjał wzrostu/spadku	+25%
Poprzednia cena docelowa	3.3
Poprzednia rekomendacja	Kupuj

Lokum Deweloper **Kupuj**

Cena docelowa (PLN)	25
Cena bieżąca (PLN)	18.8
Potencjał wzrostu/spadku	+35%
Poprzednia cena docelowa	23
Poprzednia rekomendacja	Kupuj

Marek Szymański

Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Spółka	Rekomendacja	Cena bieżąca (PLN)	Cena docelowa (PLN)	Potencjał wzrostu (%)	P/BV (x)		P/E skoryg.* (x)		DY (%)	
					2018p	2019p	2018p	2019p	2018p	2019p
Dom Development	Neutralnie	86	90	5%	2.04	2.03	9.1	8.9	8.9%	11.0%
Atal	Akumuluj	37	43	16%	1.69	1.63	7.4	7.6	9.5%**	10.8%
LC Corp	Kupuj	2.4	3.0	25%	0.71	0.68	6.8	6.3	10.0%	11.0%
Lokum Deweloper	Kupuj	18.8	25	35%	0.99	0.89	5.7	5.4	4.5%**	7.7%

Źródło: Prognozy Vestor DM, *skoryg. o rewaluację, **dywidenda wypłacona w 2018r.

Podsumowanie inwestycyjne

Tabela 1. Deweloperzy mieszkaniowi – wycena (zmiana rekomendacji oraz cen docelowych)

Spółka	Obecna rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Obecna cena docelowa	Poprzednia cena docelowa	Zysk netto* 2018p Obecny	Zysk netto* 2018p Poprzedni	Zysk netto* 2019p Obecny	Zysk netto* 2019p Poprzedni
Dom Development	Neutralnie	Akumuluj	90	90	236	238	240	216
Atal	Akumuluj	Neutralnie	43	43	194	187	190	185
LC Corp	Kupuj	Kupuj	3.0	3.3	157	176	170	173
Lokum Deweloper	Kupuj	Kupuj	25	23	60	58	63	66

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, *Zysk netto skorygowany o zyski z rewaluacji

Dom Development: Podtrzymujemy 12M cenę docelową na poziomie PLN 90/akcję obniżając rekomendację z Akumuluj do Neutralnie.

Po wzroście przedsprzedaży o 45% r/r w 2017r., w 1Q18 DOM odnotował wzrost przedsprzedaży o 5% r/r. W naszej ocenie w obecnej strukturze deweloper posiada ograniczony potencjał organicznego zwiększenia skali działalności. Na koniec 1Q18 DOM posiadał ofertę na ponad 2,700 lokali oraz bank ziemi na ok. 7,900 lokali (przy rocznej przedsprzedaży w wysokości ok. 3,800 lokali). Dlatego też przy relatywnie niewielkim potencjale sprzedaży największy czynnik ryzyka stanowi konieczność uzupełniania banku ziemi na konkurencyjnym rynku (możliwa presja na rentowności realizowanych inwestycji w kolejnych latach). Nieznacznie podwyższamy prognozę przedsprzedaży do 3,853 lokali w 2018p i 3,769 w 2019p oraz przekazania do 3,823 w 2018p i 3,877 w 2019p. Mając na uwadze rosnące ceny sprzedaży mieszkań i koszty budowy, oraz podwyższając prognozę kosztów SG&A podtrzymujemy prognozę zysku netto PLN 236m w 2018p (vs. PLN 238m wcześniej) oraz podwyższamy o 11% do PLN 240m w 2019p. Na naszych prognozach DOM obecnie wyceniany jest na P/E 9.1x i 8.9x w 2018-19p oferując 2018p DY 8.9% i 2019p DY 11.0%. Naszym zdaniem wycena P/BV 2.0x przy ROE 23% w latach 2018-19p odzwierciedla obecną wartość spółki. Podtrzymujemy 12M cenę docelową na poziomie PLN 90/akcję obniżając rekomendację z Akumuluj do Neutralnie.

DOM DEVELOPMENT

Neutralnie

12M TP	PLN 90
2018p P/E	9.1x
2019p P/E	8.9x
2018p DY	8.9%
2019p DY	11.0%

Atal: Podwyższamy rekomendację z Neutralnie do Akumuluj podtrzymując 12M cenę docelową na poziomie PLN 43/akcję.

Jako główne atuty inwestycyjne spółki zwracamy uwagę na: 1) mocny, atrakcyjnie zakupiony i zdywersyfikowany geograficznie bank ziemi (wraz z ofertą łącznie blisko 13tys. lokali przy sprzedaży rocznej ok. 2,800 lokali), 2) niski poziom zadłużenia (wskaźnik dług netto/kapitały własne 0.27x na koniec 2017r.), oraz 3) wysoką efektywność kosztową (wskaźnik koszty SG&A/przychody na poziomie 3.3% w 2017r.). W oparciu o posiadany bank ziemi podtrzymujemy prognozę przedsprzedaży ok. 2,800 lokali w latach 2018-19p. Zgodnie z aktualnym harmonogram realizowanych inwestycji oczekujemy przekazania 2,750 lokali w 2018p (podwyższenie prognozy o 2%) oraz 2,713 w 2019p (obniżenie prognozy o 8%). W rezultacie podwyższamy prognozę zysku netto o 4% do PLN 194m w 2018p oraz o 3% do PLN 190m w 2019p (wyższa oczekiwana przeciętna wartość przekazanego mieszkania oraz marża brutto ze sprzedaży). Na naszych prognozach Atal obecnie wyceniany jest na P/E 7.4x w 2018p oraz 7.6x w 2019p. W naszych prognozach zakładamy 80% stopień wypłaty dywidendy co implikuje DPS PLN 4.01/akcję w 2019p (DY 10.8%), jednak polityka dywidendowa oraz bilans spółki pozwalają na wypłatę do 100% zysku za 2018r. w formie dywidendy (DPS PLN 5.01, DY 13.4%). Podwyższamy rekomendację z Neutralnie do Akumuluj podtrzymując 12M cenę docelową na poziomie PLN 43/akcję.

ATAL

Akumuluj

12M TP	PLN 43
2017p P/E	7.4x
2018p P/E	7.6x
2018p DY	9.5%
2019p DY	10.8%

LC Corp: Podtrzymujemy rekomendację Kupuj obniżając 12M cenę docelową z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję.

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj obniżając 12M TP z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję ze względu na aktualizację wartości portfela nieruchomości inw. w 4Q17 i 1Q18 oraz wolniejsze tempo przekazania. W oparciu o posiadany potencjał sprzedażowy (ok. 6,600 lokali na koniec 1Q18) oczekujemy stabilizacji przedsprzedaży mieszkań na poziomie ponad 2tys. lokali. Przy rosnącym r/r poziomie przekazania (1,844 i 2,066 lokali w 2018-19p) oczekujemy stopniowego pogorszenia rentowności ze względu na rosnące koszty gruntów i GW (w naszej ocenie główny czynnik ryzyka dla LCC stanowi relatywnie niewielki bank ziemi; ok. 3x roczna sprzedaż). W segmencie najmu oczekujemy, że dalsza negatywna rewaluacja Arkad Wrocławskich zostanie skompensowana dodatnią aktualizacją Wola Center (planowane zakończenie realizacji w 2Q19). Zwracamy uwagę, że na koniec 1Q18 NAV nieruchomości inwestycyjnych wynosił PLN 1.3mld (zakładając godziwą wartość segm. najmu na poziomie 1x 1Q18 NAV, wycena spółki implikuje zerową EV segm. mieszkaniowego). Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na P/E skoryg. o rewaluacje na poziomie 6.8x w 2018p oraz 6.4x w 2019p. Zgodnie z polityką dywidendową zakładamy wypłatę 75% skoryg. skons. zysku netto - DPS PLN 0.24/akcję w 2018p (DY 10.0%) oraz PLN 0.26/akcję w 2019p (DY 11.0%).

LC CORP

Kupuj	
12M TP	PLN 3.0
2018p P/E	6.8x
2019p P/E	6.3x
2018p DY	10.0%
2019p DY	11.0%

Lokum Deweloper: Podtrzymujemy rekomendację Kupuj podwyższając 12M cenę docelową z PLN 23/akcję do PLN 25/akcję.

Jako główny atut inwestycyjny LKD wskazujemy na bogaty bank ziemi (w połączeniu z ofertą ponad 7,500 lokali na koniec 1Q18) przy przeciętnym koszcie zakupu poniżej PLN 600/mkw. PUM, co naszym zdaniem pozwoli spółce na generowanie wysokich rentowności również w kolejnych okresach. Przy przedsprzedaży na poziomie ponad 1tys. lokali rocznie oczekujemy wzrostu liczby przekazania z 646 w 2017r. do 856 w 2018p oraz 929 w 2019p (2017-20p CAGR na poziomie 19%). Ze względu na rosnące koszty budowy oczekujemy pogorszenia rentowności brutto ze sprzedaży z 40% w 2017r. do 34% w 2018p i 33% w 2019p. W oparciu o powyższe założenia nieznacznie podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 60m w 2018p oraz obniżamy do PLN 63m w 2019p. Na naszych prognozach LKD obecnie wyceniany jest na P/E 5.7x w 2018p i 5.4x w 2019p, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Zakładając stopień wypłaty dywidendy 40% oczekujemy DPS PLN 1.44/akcję w 2019p i PLN 1.51/akcję w 2020p (DY odpowiednio 7.7% i 8.0%), jednak zwracamy uwagę, że obecna polityka dywidendowa zakłada wypłatę do 50% zysku netto w formie dywidendy.

LOKUM DEWELOPER

Kupuj	
12M TP	PLN 25
2018p P/E	5.7x
2019p P/E	5.4x
2018p DY	4.5%
2019p DY	7.7%

Rynek mieszkaniowy w Polsce

Tabela 2. Deweloperzy mieszkaniowi: Przedsprzedaż mieszkań (liczba lokali)

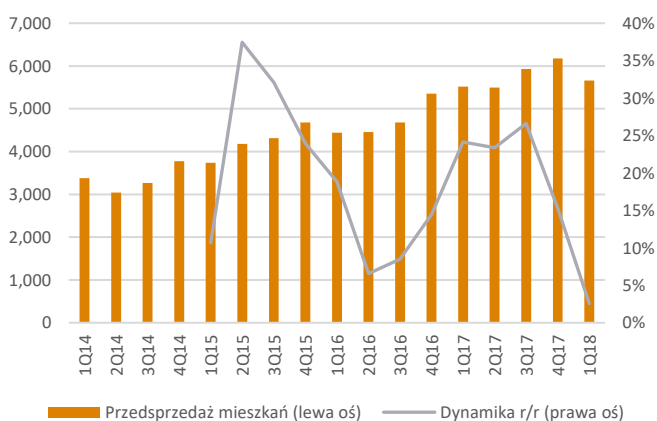
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	r/r, %
Dom Development	615	701	705	714	806	1,039	1,081	1,049	848	5%
Atal	505	676	580	682	671	693	677	755	714	6%
LC Corp	461	430	550	651	553	399	477	600	649	17%
Robyg	727	648	736	846	937	756	1,009	768	914	-2%
Marvipol	169	122	129	207	180	184	208	193	200	11%
Ronson	206	156	184	275	259	180	206	170	188	-27%
Archicom	215	223	267	237	366	235	391	437	257	-30%
JW Construction	343	390	438	404	401	449	389	580	426	6%
Polnord	276	259	236	253	335	316	383	355	299	-11%
Lokum Deweloper	172	136	113	224	117	321	213	401	304	160%
Soho Development	64	63	67	64	112	80	79	71	78	-30%
Vantage Development	250	180	172	210	253	219	257	305	265	5%
Budimex Nieruchomości	317	395	409	494	392	494	334	237	270	-31%
Inpro	124	76	95	93	134	131	222	252	245	83%
Razem	4,444	4,455	4,681	5,354	5,516	5,496	5,926	6,173	5,657	3%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Po rekordowym 2017r. kiedy to przedsprzedaż 14 giełdowych deweloperów wzrosła o 22% r/r, 1Q18 przyniósł spowolnienie dynamiki wzrostu do +3% r/r. Zwracamy jednak uwagę, że stabilizacja przedsprzedaży na chwilę obecną zauważalna jest przede wszystkim w przypadku deweloperów o dużej skali działalności (wysoki poziom nasycenia lokalizacji projektami dewelopera), zaś deweloperzy charakteryzujący się mniejszą skalą działalności wciąż odnotowywali wzrost przedsprzedaży. Udział giełdowych deweloperów w sprzedaży w 6 aglomeracjach Polski (w oparciu o dane REAS) utrzymuje się stabilnie na poziomie ok. 30-33% od wielu kwartałów.

Wykres 1. Skumulowana przedsprzedaż mieszkań 14 giełdowych deweloperów

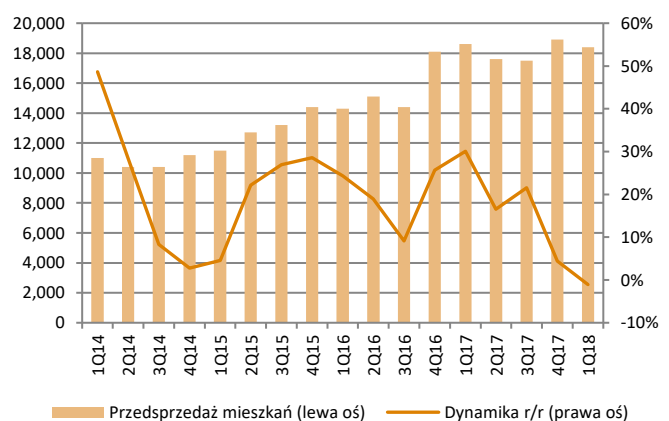
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Przedsprzedaż mieszkań w 6 największych aglomeracjach Polski

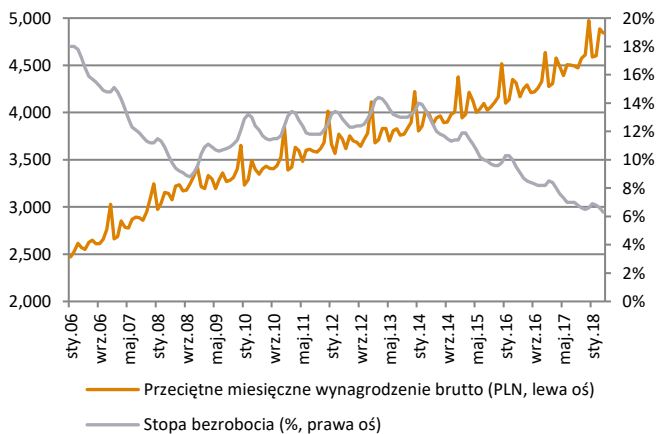
Liczba mieszkań



Źródło: REAS, Vestor DM

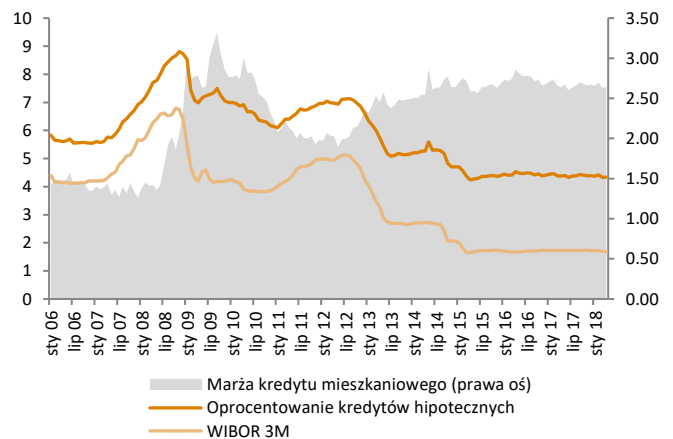
W naszej ocenie wsparcie dla utrzymania wysokich poziomów przedsprzedaży przez deweloperów mieszkaniowych stanowić będzie mocny popyt. Korzystne otoczenie makroekonomiczne będzie wspierać zarówno popyt konsumpcyjny, jak również inwestycyjny. Rosnące wynagrodzenia (+8% r/r w kwietniu br.) przy jednoczesnym spadku stopy bezrobocia (do 6.3% w kwietniu br.), jak również utrzymujący się niski koszt pieniądza korzystnie wpływają na zdolność kredytową potencjalnego nabywcy. Według danych ZBP wskaźnik dostępności mieszkaniowej (dostępność mieszkania dla przykładowej rodziny składającej się z dwóch pracujących osób i dziecka stanowiąca różnicę pomiędzy dochodem dla rodziny i wysokością raty kredytowej) utrzymuje się na rekordowych poziomach ok. 200pkt od 1Q15 – wzrost cen nieruchomości w 1Q18 został skompensowany wzrostem średnich dochodów rodziny.

Wykres 3. Przeciętny poziom miesięcznego wynagrodzenia brutto oraz stopa bezrobocia w Polsce



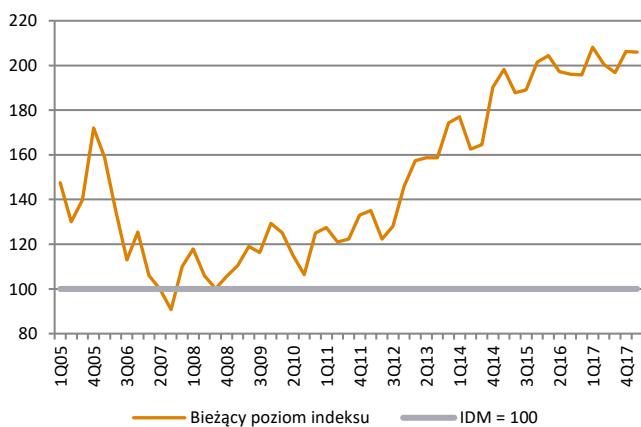
Źródło: GUS, Vestor DM

Wykres 4. Oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz WIBOR 3M



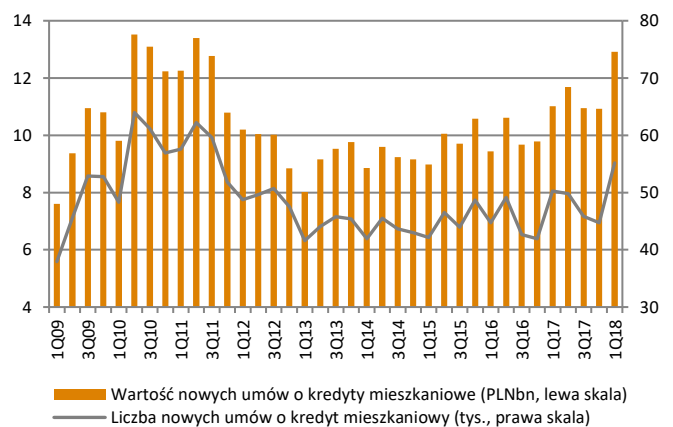
Źródło: NBP, Vestor DM

Wykres 5. Indeks dostępności mieszkaniowej



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

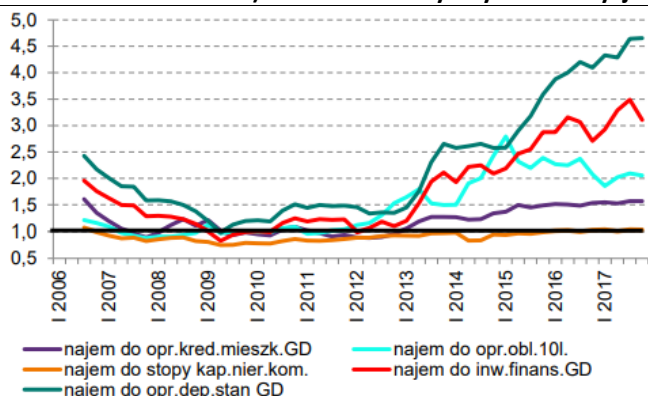
Wykres 6. Liczba i wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

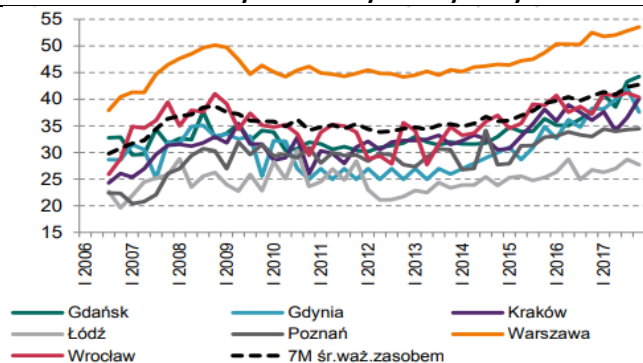
W rezultacie korzystne otoczenie wspierające finansowanie zakupu nieruchomości kredytem hipotecznym oraz utrzymujący się wysoki popyt na mieszkania wpłynęły na znaczący wzrost liczby jak również wartości nowo podpisanych kredytów hipotecznych (według danych ZBP odpowiednio +17% r/r oraz +10% r/r w 1Q18). Jednocześnie wraz z rosnącym popytem inwestycyjnym rozwijał się popyt inwestycyjny (według deweloperów ok. 40% sprzedaży stanowi sprzedaż gotówkowa). Według szacunków NBP na koniec 4Q18 ok. 60% popytu stanowił popyt konsumpcyjny, 30% stanowił popyt inwestycyjny, zaś 10% popyt spekulacyjny. Pomimo rosnących cen nieruchomości, w trendzie wzrostowym znajdowały się również stawki najmu (w Warszawie w ciągu ostatniego roku wzrosły one o blisko 10% r/r), dzięki czemu wynajem wciąż pozostawał dla wielu atrakcyjną formą oszczędności.

Wykres 7. Opłacalność wynajmu mieszkania (śr. w Warszawie i 6 miastach) wobec alternatywnych inwestycji



Źródło: NBP

Wykres 8. Średnie (ofertowe i transakcyjne) stawki najmu mkw. mieszkania na rynku wtórnym w wybranych miastach

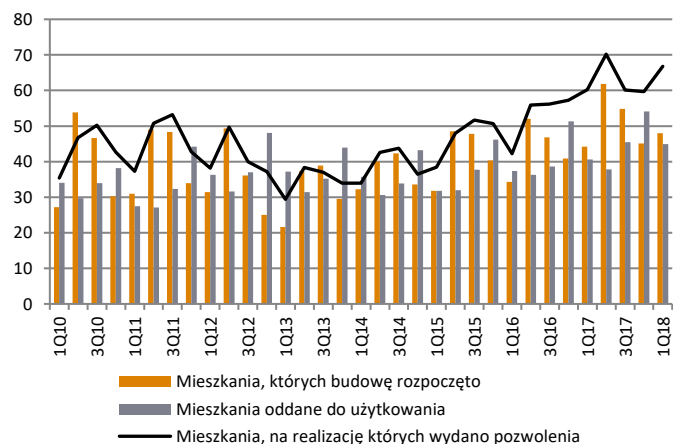


Źródło: NBP

Wraz z utrzymującą się na wysokim poziomie sprzedażą mieszkań deweloperzy mieszkaniowi muszą systematycznie uzupełniać swoje oferty oraz rozpoczynać budowę kolejnych inwestycji. Według danych GUS w 1Q18 rozpoczęto budowę 48tys. mieszkań (+9% r/r, vs. +18% r/r w całym 2017r.) oraz wydano pozwolenia na budowę blisko 67tys. mieszkań (+11% r/r, vs. +18% r/r w 2017r.). Jednocześnie w tym okresie liczba mieszkań oddanych do użytku wzrosła o 11% r/r do poziomu 45tys. mieszkań.

Wykres 9. Statystyki budownictwa mieszkaniowego w Polsce w ujęciu kwartalnym

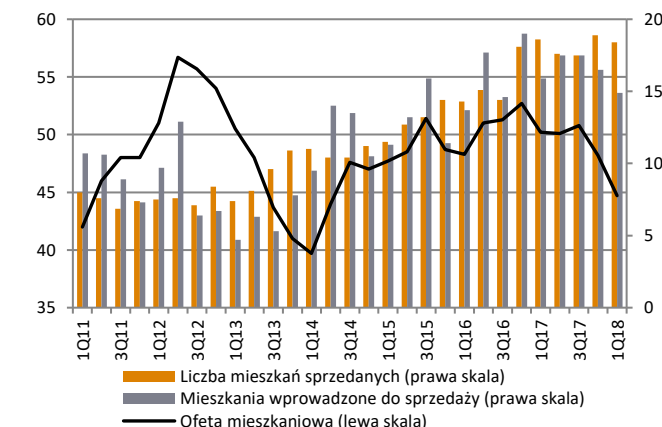
Dane w tys. mieszkań



Źródło: GUS, Vestor DM

Wykres 10. Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane na tle oferty (6 aglomeracji)

Dane w tys. mieszkań

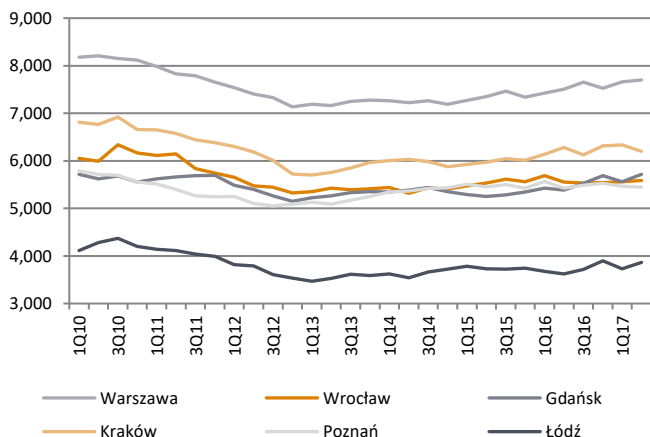


Źródło: GUS, Vestor DM

Z kolei według danych REAS dotyczących 6 aglomeracji sprzedaż w 1Q18 wyniosła 18.4tys. mieszkań, podczas gdy wprowadzono do sprzedaży 14.9tys. mieszkań – w rezultacie 1Q18 był kolejnym kwartałem kiedy oferta zmalała w ujęciu r/r (-11% r/r). Powodem ograniczenia oferty mieszkaniowej są przede wszystkim trudności w pozyskiwaniu nowych gruntów (wysoka konkurencja skutkująca rosnącymi kosztami gruntu), ograniczony dostęp do generalnych wykonawców oraz podwykonawców (wynikające m.in. z deficytu siły roboczej), jak również opóźnienia w pozyskiwaniu pozwoleń administracyjnych). Ograniczona oferta mieszkaniowa miała wpływ na dostępność mieszkań, co przy wysokim popycie znalazło odzwierciedlenie w cenach sprzedaży oraz w tempie wyprzedzenia oferty.

Wykres 11. Przeciętne ceny mieszkań

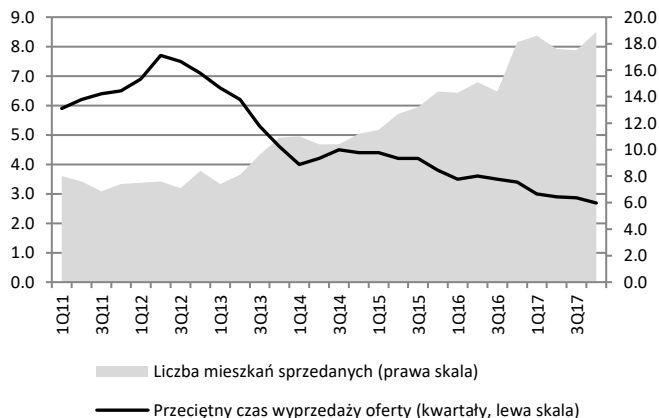
Dane w PLN/mkw.



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

Wykres 12. Przeciętny czas wyprzedaży oferty na tle kwartalnej sprzedaży mieszkań

Dane w tys. mieszkań



Źródło: REAS, Vestor DM

W kolejnych kwartałach uważamy, że największy czynnik ryzyka dla budownictwa mieszkaniowego stanowić będzie strona podażowa. O ile dostępność gruntów dla wielu deweloperów nie stanowi problemu w krótkim terminie (przeciętny potencjał sprzedażowy na poziomie ok. 4lat), o tyle rosnące koszty budowy (a przede wszystkim dostępność siły roboczej oraz terminowość realizacji inwestycji mieszkaniowych) mogą negatywnie wpłynąć na rentowności generowane przez deweloperów.

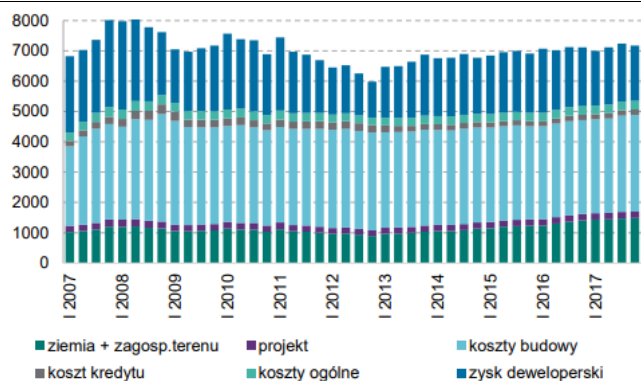
Tabela 3. Deweloperzy mieszkaniowi – Potencjał sprzedaży mieszkań (stan na koniec 1Q18)

Deweloper	Dom						Lokum Deweloper	Marvipol Development
	Development	Atal	Robyg	LC Corp	Archicom			
Oferta (l. lokali)	2,739	2,907	1,874	1,357	2,223		516	1,163
Bank ziemi (l. lokali)	7,904	9,837	12,610	5,225	5,733		7,046	2,126
Sprzedaż 2Q17-1Q18 (l. lokali)	4,017	2,834	3,447	2,125	1,320		1,239	785
Tempo wyprzedaży oferty (lata)	1.5	1.0	1.8	1.6	0.6		2.4	0.7
Potencjał sprzedaży (lata)	2.6	4.5	4.2	3.1	6.0		6.1	4.2

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

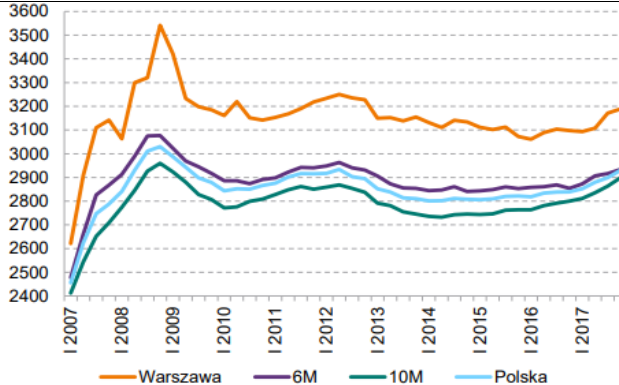
Według danych NBP w 2017r. bezpośredni koszt budowy stanowił nawet ok. 60% kosztów realizacji inwestycji. Dotychczasowy wzrost kosztu budowy deweloperzy w dużym stopniu kompensowali wzrostem cen mieszkań. Jednak naszym zdaniem w kolejnych kwartałach ograniczony potencjał dalszego wzrostu cen mieszkań (m.in. spadek opłacalności zakupu inwestycyjnego przy rosnących cenach) oraz niska dostępność GW (większe wydatki na inwestycje współfinansowane przez UE, co w rezultacie przełożyłoby się na dalszy deficyt siły roboczej) wpłyną negatywnie na marże projektów.

Wykres 13. Szacunkowa struktura ceny netto mkw. PUM na rynku pierwotnym (PLN/mkw.)



Źródło: NBP, Sekocenbud, REAS

Wykres 14. Przeciętny koszt budowy mkw. PUM (PLN/mkw.)



Źródło: NBP, Vestor DM

Kolejny czynnik ryzyka stanowi tempo realizacji inwestycji związane z pozyskiwaniem pozwoleń administracyjnych. Według danych GUS liczba mieszkań, na realizację których wydano pozwolenia w

1Q18 wzrosła o 11% r/r. Mając z kolei na uwadze wysoką liczbę inwestycji kończonych w 4Q, ewentualne opóźnienia w pozyskiwaniu pozwoleń administracyjnych i dłuższy okres realizacji inwestycji mogą skutkować „przesunięciem” przekazania na kolejny okres. Dodatkowo zgodnie z założeniami projektu nowelizacji ustawy deweloperskiej UOKiK proponuje likwidację otwartych mieszkaniowych rachunków powierniczych. Wprowadzenie powyższych zmian wpłynęłoby na zwiększenie kosztu realizacji inwestycji mieszkaniowej (wyższy koszt finansowania), a w rezultacie ograniczyłoby podaż mieszkań (ograniczenie działalności mniejszych deweloperów) oraz tymczasowy wzrost cen mieszkań.

W oparciu o powyższe czynniki wspierające oraz potencjalne czynniki ryzyka, wciąż pozytywnie oceniamy perspektywy dla rynku mieszkaniowego w Polsce. W krótkim terminie oczekujemy stabilizacji przedsprzedaży w przypadku dużych deweloperów oraz dostrzegamy potencjał do wzrostu w przypadku mniejszych podmiotów. Oczekujemy, że w oparciu o posiadane banki ziemi, deweloperzy będą w stanie generować wciąż wysoką rentowność (wzrosty kosztów budowy będą w krótkim terminie kompensowane wzrostem cen), zaś presja na rentowności pojawi się nie wcześniej niż w 2019r. Ewentualne wprowadzenie zmian w Ustawie deweloperskiej naszym zdaniem spowoduje jedynie przyspieszenie dynamiki wzrostu cen sprzedaży mieszkań, a w długim terminie również ograniczenie podaży mieszkań.

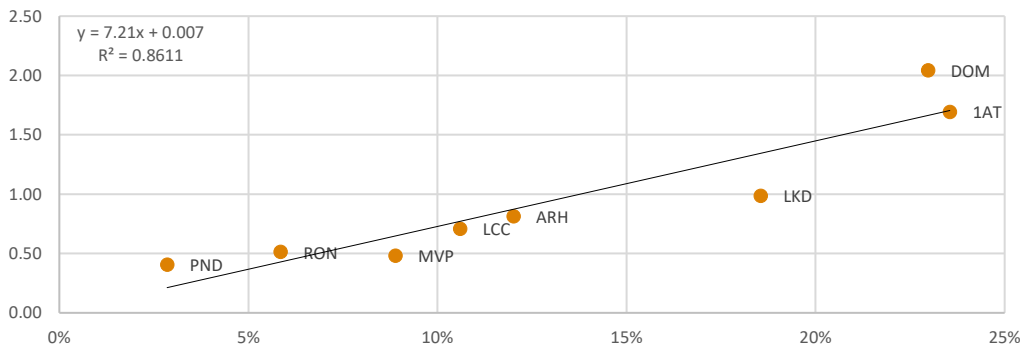
Analiza porównawcza

Tabela 4. Developezy mieszkaniowi – porównanie wskaźników finansowych

Spółka	Cena (PLN)	12M cena docelowa (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		DY (%)			
				2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Dom Dev.	85.80	90	2,142	9.1	8.9	10.2	2.04	2.03	2.09	23%	23%	20%	8.9%	11.0%	11.3%
Atal	37.26	43	1,443	7.4	7.6	8.4	1.69	1.63	1.59	24%	22%	19%	9.5%	10.8%	10.5%
LC Corp	2.39	3.3	1,070	6.8	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	10%	10.0%	11.0%	11.9%
Archicom	15.00	23	384	7.0	5.6	5.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%	9.6%	8.1%	10.3%
Lokum Dew.	18.80	23	338	5.7	5.4	5.6	0.99	0.89	0.82	19%	17%	15%	4.5%	7.7%	8.0%
Polnord	9.04	n.a.	296	15.6	10.7	9.5	0.41	0.40	0.39	3%	4%	3%	0.0%	1.3%	1.1%
Marvipol	4.78	8.9	199	5.8	4.3	3.3	0.48	0.43	0.38	9%	11%	12%	0.0%	0.0%	0.0%
Ronson	1.09	n.a.	179	7.8	6.3	6.1	0.51	0.49	0.47	6%	8%	8%	4.3%	6.7%	7.8%
Mediana				7.2	6.3	6.3	0.76	0.71	0.68	11.3%	12.4%	13.2%	6.7%	7.9%	9.2%

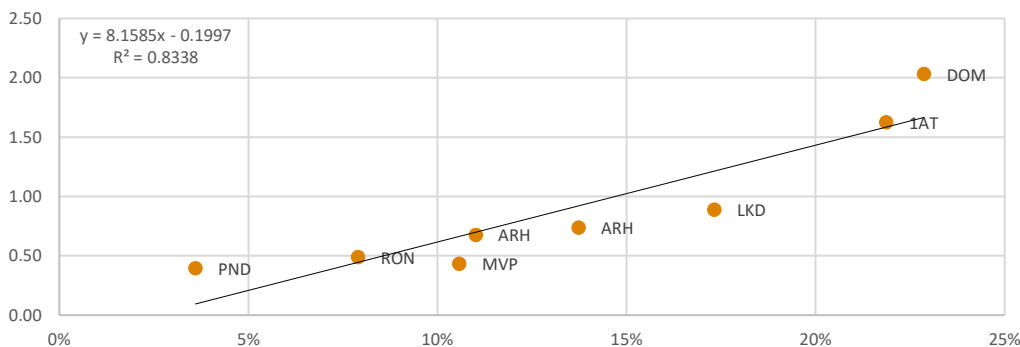
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wykres 15. P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p



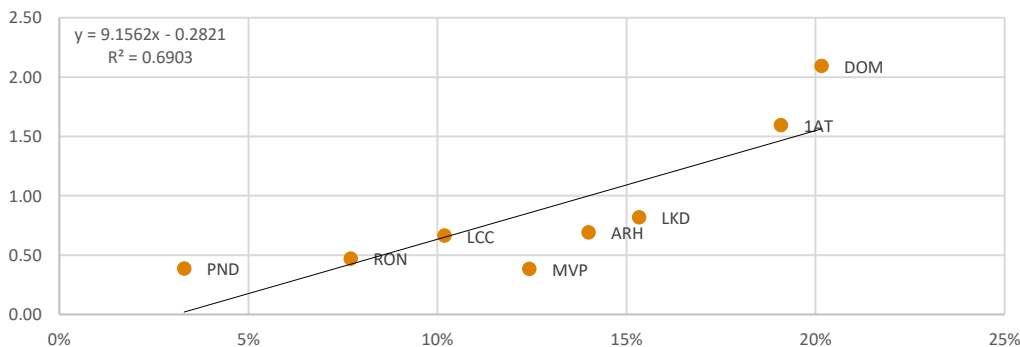
Źródło: Bloomberg, prognozy Vestor DM

Wykres 16. P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p



Źródło: Bloomberg, prognozy Vestor DM

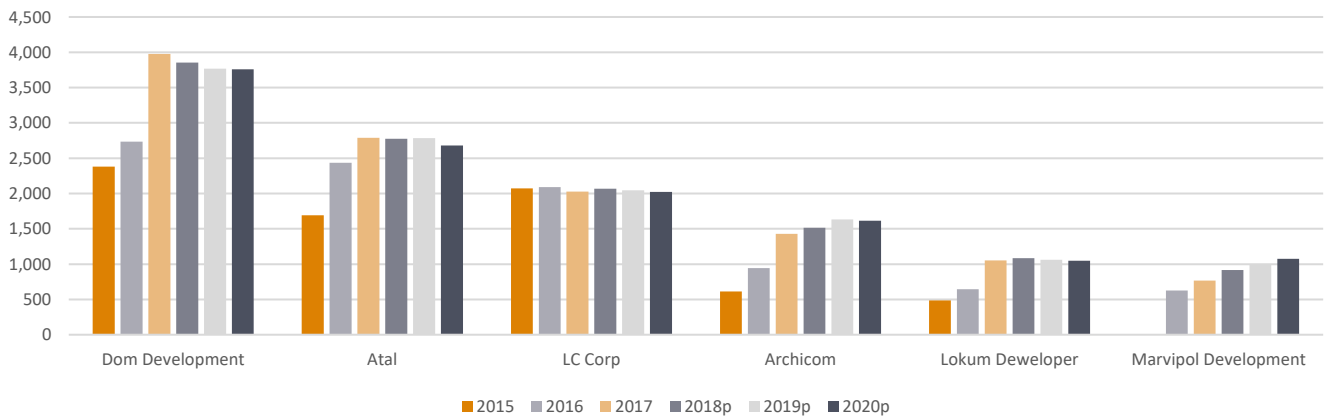
Wykres 17. P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p



Źródło: Bloomberg, prognozy Vestor DM

Wykres 18. Deweloperzy mieszkaniowi: Przedprzedaż

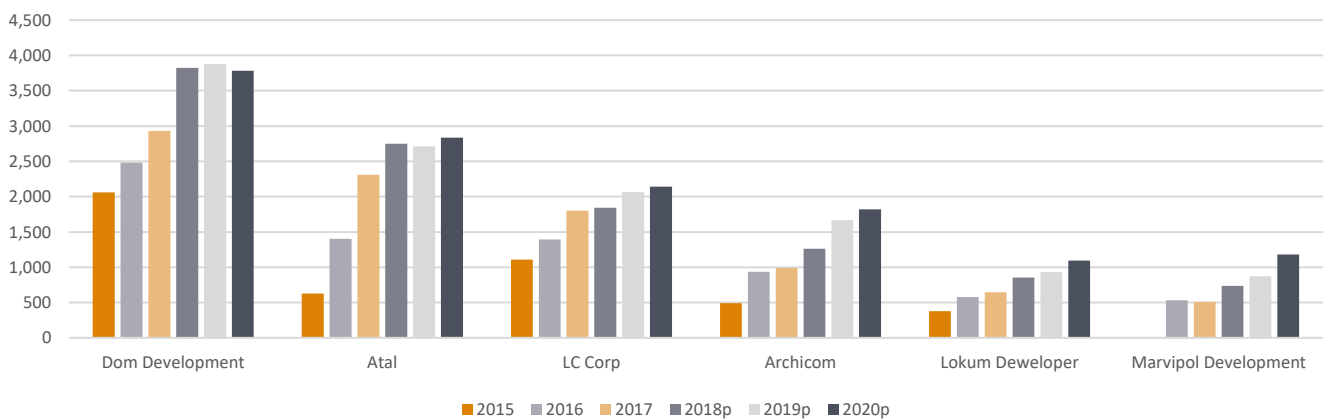
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 19. Deweloperzy mieszkaniowi: Przekazania

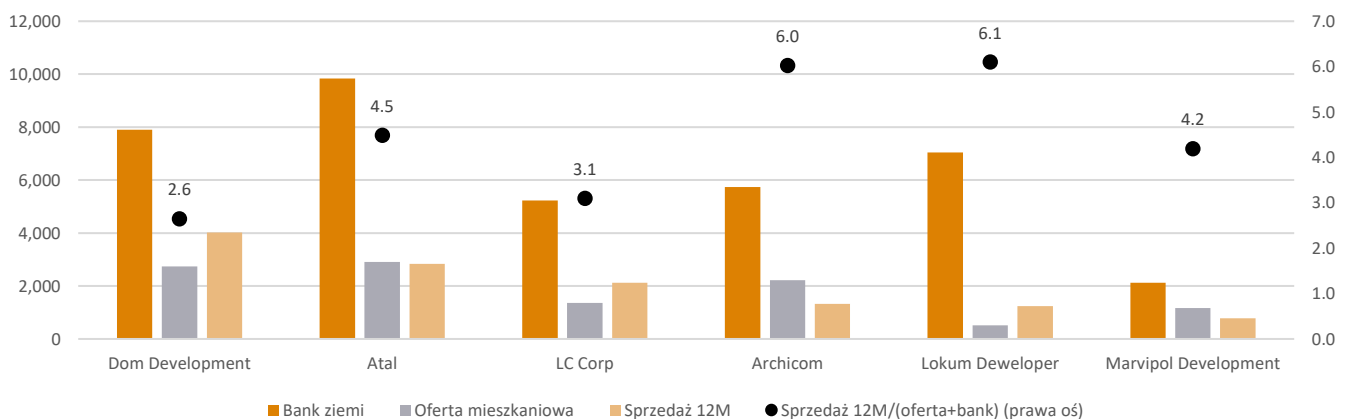
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 20. Deweloperzy mieszkaniowi: Sprzedaż kwartalna vs. oferta vs. bank ziemi (stan na koniec 1Q18)

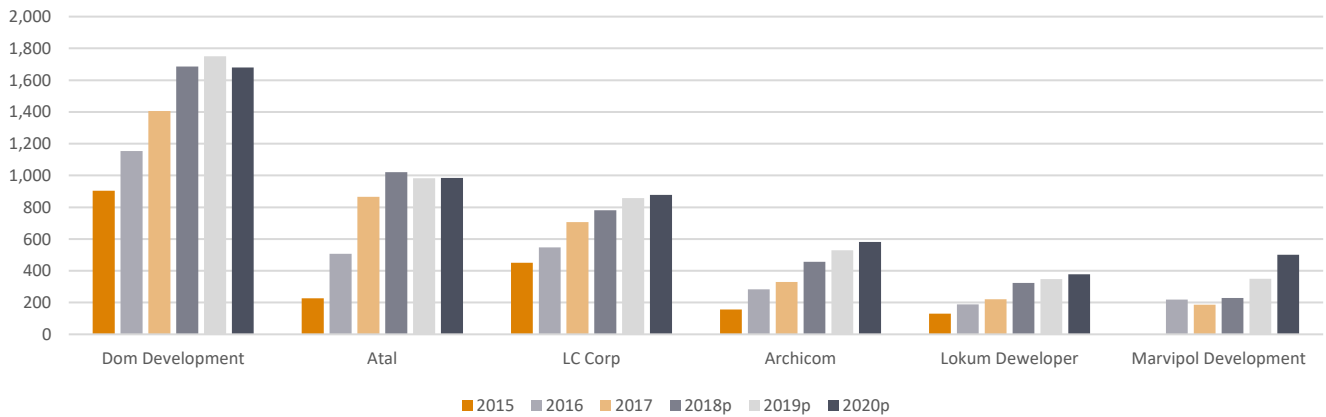
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 21. Deweloperzy mieszkaniowi: Przychody

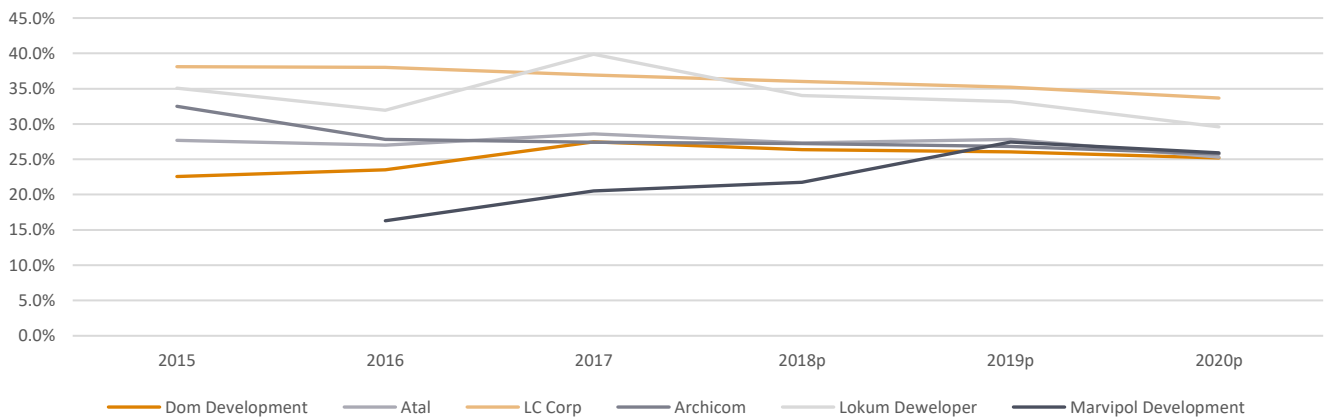
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 22. Deweloperzy mieszkaniowi: Rentowność brutto ze sprzedaży

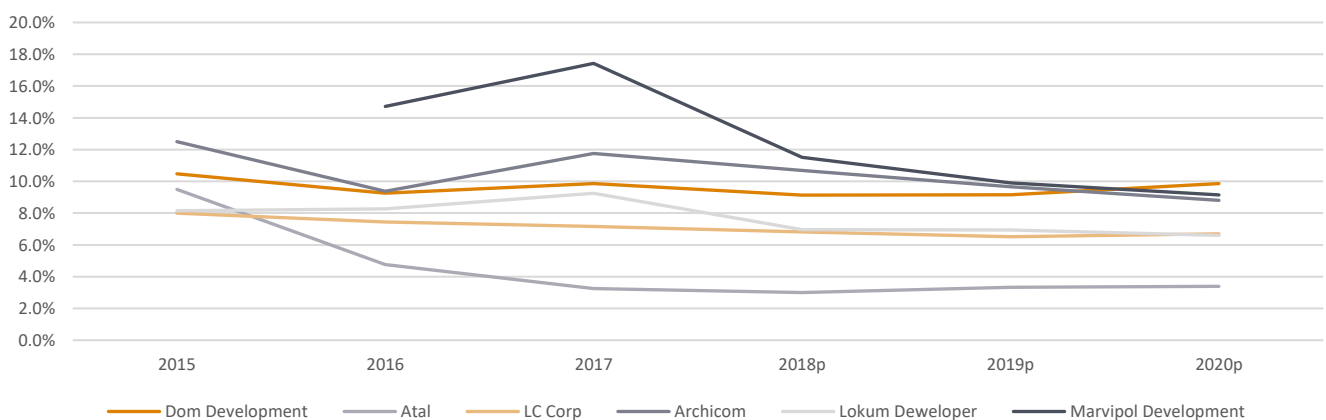
% o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 23. Deweloperzy mieszkaniowi: Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu jako % przychodów

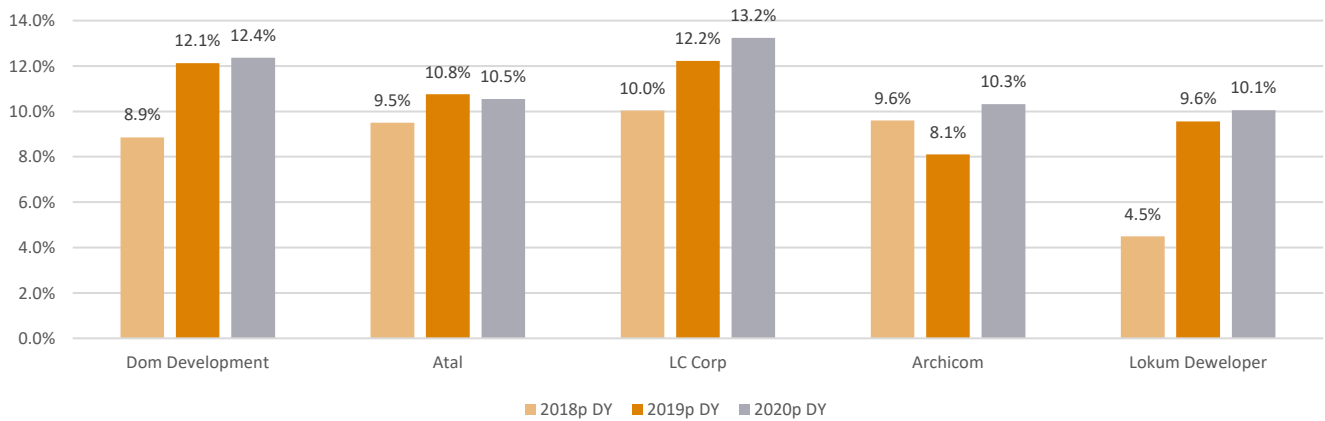
% o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 24. Deweloperzy mieszkaniowi: Prognoza dywidendy w latach 2018-20p (%)

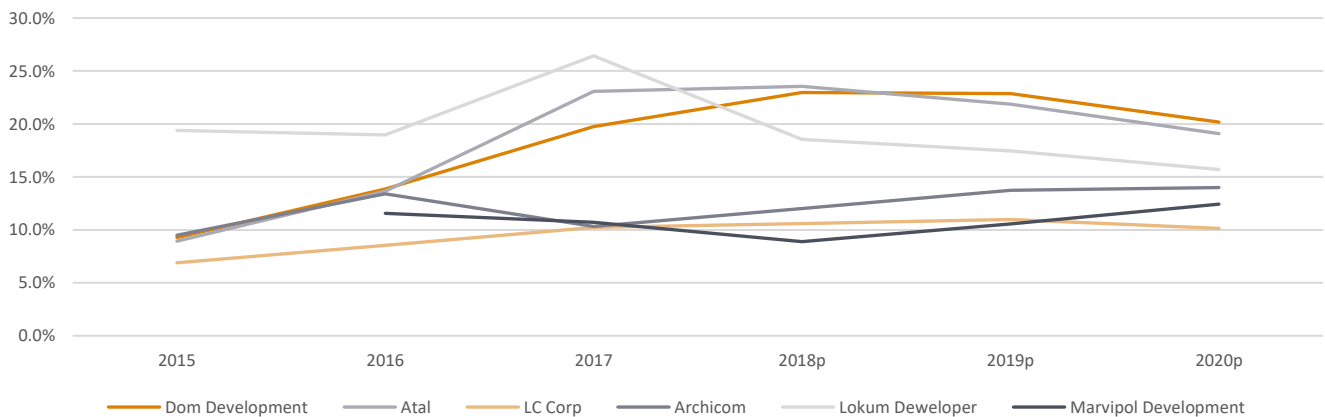
% o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

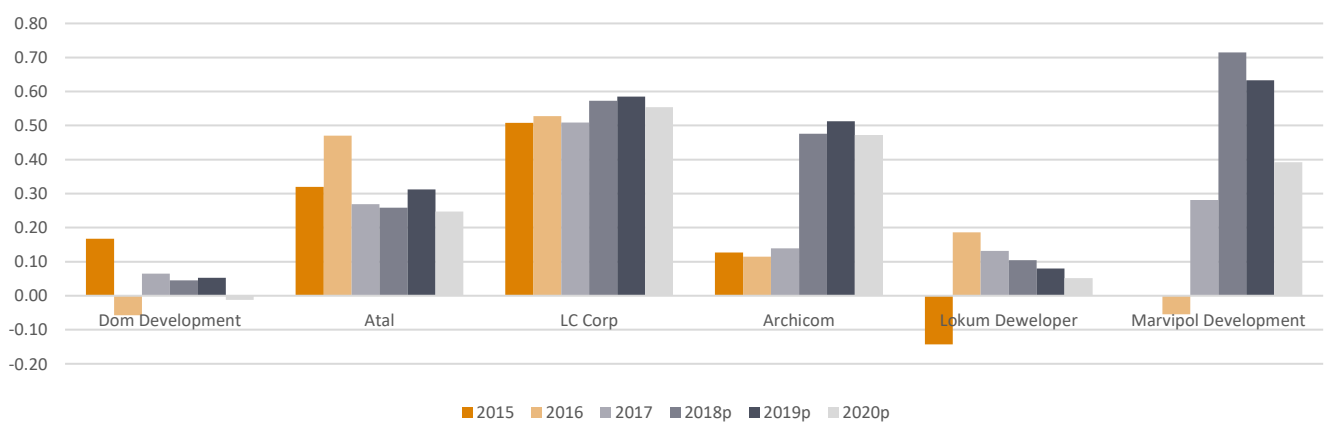
Wykres 25. Deweloperzy mieszkaniowi: ROE (%)

% o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 26. Deweloperzy mieszkaniowi: Wskaźnik dług netto/kapitały własne (x)



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Dom Development

Deweloperzy | Polska

Neutralnie PLN 90 (+5%)

Aktualizacja rekomendacji

- Prognozujemy sprzedaż 3,853 lokali w 2018p oraz 3,769 w 2019p.
- Oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 8.9% w 2018p i 11.0% w 2019p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/E 9.1x i 8.9x w 2018-19p.



25 czerwca 2018 8:00

Ograniczony potencjał organicznego wzrostu

Podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 90/akcję. Dzięki akwizycji Euro Stylu w 2017r. Dom Development odnotował wzrost sprzedaży o 45% r/r do blisko 4tys. lokali w 2017r. W kolejnych latach ze względu na skalę działalności oczekujemy stabilizacji sprzedaży (ewentualne pozytywne zaskoczenie stanowić może rozwój we Wrocławiu). Do mocnych stron Dom Development należy mocny bilans (PLN 14m gotówki netto na koniec 1Q18), umożliwiającą rozwój poprzez zakupy nowych gruntów. Z kolei największy czynnik ryzyka dla naszych prognoz stanowi relatywnie mniejszy potencjał sprzedażowy niż w przypadku innych analizowanych deweloperów (potencjał sprzedaży na ponad 10.6tys. lokali na koniec 1Q18 przy sprzedaży rocznej ok. 4tys. lokali). Podtrzymujemy prognozę zysku netto PLN 236m w 2018p oraz podwyższamy do PLN 240m w 2019p. Na naszych prognoza DOM obecnie wyceniany jest na P/E 9.1x w 2018p i 8.9x w 2019p oferując jednocześnie DY ok. 11% w 2019-20p. Przy P/BV 2.0x oraz ROE ok. 23% w 2018-19p uważamy obecną wycenę spółki za uzasadnioną.

Niski bank ziemi głównym czynnikiem ryzyka. Na koniec 1Q18 DOM posiadał ofertę na blisko 2,800 lokali oraz bank ziemi na ponad 7,900 lokali (w oparciu o który spółka planuje wprowadzić do oferty łącznie do 4.5tys. lokali w 2018p), przy sprzedaży rocznej ok. 4tys. lokali. W rezultacie prognozujemy stabilizację sprzedaży oraz przekazania na poziomie ok. 3,800 lokali rocznie (oceniaamy że potencjalny wzrost skali działalności możliwy byłby dzięki szybszemu rozwojowi we Wrocławiu). Główny czynnik ryzyka dla DOM stanowi naszym zdaniem konieczność zakupu gruntów na mocno konkurencyjnym rynku.

Szczyt zysków w 2018-2019? Oczekujemy przekazania 3,823 lokali w 2018p (podwyższenie prognozy o 3%), co przy rentowności brutto ze sprzedaży 26% pozwoli spółce na wygenerowanie zysku brutto ze sprzedaży PLN 444m (podwyższenie prognozy o 4%). Ze względu na wyższe koszty SG&A prognozujemy zysk netto PLN 236m w 2018p (vs. PLN 238m poprzednio). Z kolei w 2019p podtrzymujemy prognozę przekazania (3,877 lokali) oraz podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 240m (+11%) ze względu na rosnące zarówno ceny, jak również koszty budowy. W roku 2020r oczekujemy spadku zysku netto do PLN 209m.

Podtrzymujemy wycenę, obniżamy rekomendacje do Neutralnie. Na naszych prognozach DOM obecnie wyceniany jest na P/E 9.1x w 2018p i 8.9x w 2019p, z 31% i 42% premią do spółek porównywalnych. Zakładając utrzymanie polityki wypłaty 100% zysku w formie dywidendy oczekujemy DPS PLN 7.60/akcję w 2018p i PLN 9.44/akcję w 2020p (odpowiednio DY 8.9% i 11.0%). W naszej ocenie przy ROE na poziomie ok. 22% w 2018-19p obecna wycena spółki jest uzasadniona. Podtrzymujemy 12M cenę docelową na poziomie PLN 90 obniżając rekomendację z Akumuluj do Neutralnie.

Tabela 5. Dom Development: Wybrane dane, 2015-2020p

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody (PLNm)	904	1,153	1,405	1,685	1,750	1,680
EBIT (PLNm)	102	157	235	290	296	257
Zysk netto (PLNm)	81	126	191	236	240	209
P/E (x)	26.3	17.0	11.2	9.1	8.9	10.2
P/BV (x)	2.41	2.30	2.13	2.04	2.03	2.09
Stopa dywidendy (%)	2.6%	3.8%	5.9%	8.9%	11.0%	11.2%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vektor DM

Podstawowe informacje

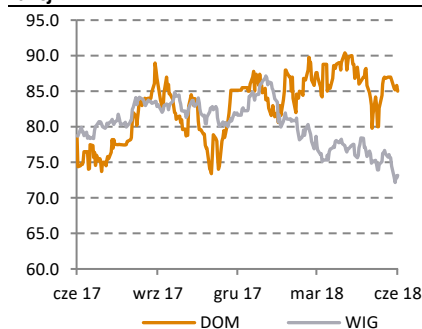
Cena docelowa (PLN)	90
Cena bieżąca (PLN)	86
Potencjał wzrostu/spadku	5%
Poprzednia cena docelowa	90
Data popr. rekomendacji	14.12.2017
Min (52W) (PLN)	72.5
Max (52W) (PLN)	94.4
Kapitalizacja (PLNm)	2.142
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.69
BBG Ticker:	DOM PW

Udział w liczbie akcji

Dom Development B.V.	57.34%
Jarosław Szanajca	5.85%
Aviva OFE	5.28%
Grzegorz Kietpsz	5.15%
Pozostali	26.38%

Opis spółki

Dom Development jest wiodącym deweloperem na warszawskim rynku mieszkaniowym oraz jednym z największych i najdłużej działających na polskim rynku. Oferta spółki obejmuje przede wszystkim mieszkania popularne oraz o podwyższonym standardzie. Obecnie spółka realizuje inwestycje w Warszawie, we Wrocławiu oraz w Trójmieście.

Dom Development vs. WIG 1R relatywny kurs akcji

Źródło: Bloomberg, Vektor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

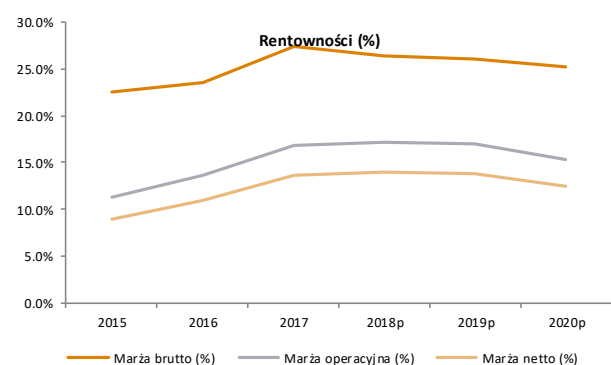
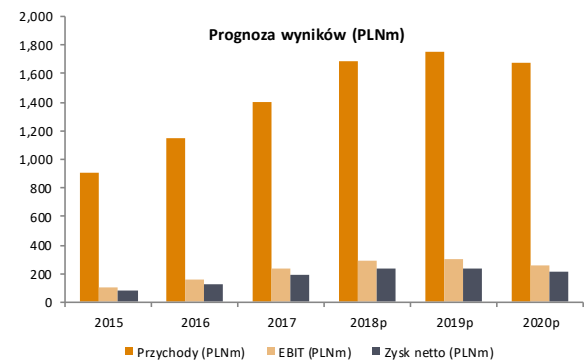
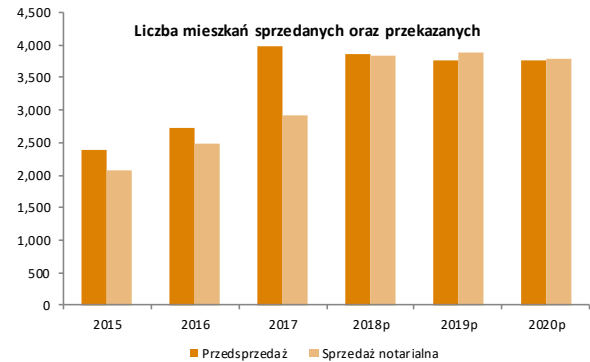
Marek.Szymanski@vestor.pl

Dom Development – Wybrane dane, 2015-2020p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	904	1,153	1,405	1,685	1,750	1,680
Koszt własny sprzedaży	-700	-882	-1,019	-1,241	-1,294	-1,257
Zysk brutto ze sprzedaży	204	271	386	444	456	423
SG&A	-95	-107	-138	-154	-160	-166
Pozostała działalność oper.	-7	-8	-12	0	0	0
EBITDA	107	162	243	300	307	268
Amortyzacja	4	5	7	10	11	11
EBIT	102	157	235	290	296	257
Koszty finansowe netto	-2	-1	1	1	1	1
Zysk brutto	101	156	236	291	297	259
Podatek dochodowy	-20	-30	-45	-55	-56	-49
Mniejszości i inne	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	81	126	191	236	240	209
Dynamika wzrostu (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Wzrost przychodów (%)	15%	28%	22%	20%	4%	-4%
Wzrost EBIT (%)	48%	53%	50%	23%	2%	-13%
Wzrost zysku netto (%)	45%	56%	52%	24%	2%	-13%
Marże (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża brutto (%)	22.6%	23.5%	27.5%	26.3%	26.1%	25.2%
Marża operacyjna (%)	11.3%	13.6%	16.8%	17.2%	16.9%	15.3%
Marża netto (%)	8.9%	10.9%	13.6%	14.0%	13.7%	12.5%
Bilans (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Rzeczowe aktywa trwałe	7	8	11	11	12	12
Wartości niematerialne	4	4	10	10	10	10
Inne aktywa trwałe	8	9	10	10	10	10
Środki pieniężne	225	437	331	349	340	459
Należności	28	9	35	42	44	42
Zapasy	1,479	1,508	1,989	2,093	2,083	1,929
Inne aktywa obrotowe	3	3	4	4	4	4
Aktywa razem	1,753	1,977	2,390	2,520	2,504	2,466
Dług krótkoterminowy	3	124	101	101	101	101
Zobowiązania handlowe	191	219	271	331	345	335
Zaliczki otrzymane od klientów	235	349	568	592	557	510
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8	31	36	36	36	36
Dług długoterminowy	370	260	295	295	295	345
Inne zobowiązania długoterminowe	62	65	116	116	116	116
Kapitały własne	884	930	1,002	1,049	1,054	1,023
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Pasywa	1,753	1,977	2,390	2,520	2,504	2,466
Dług netto	148	-53	65	48	56	-12
Przepływy pieniężne (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Zysk netto	81	126	191	236	240	209
Amortyzacja	4	5	7	10	11	11
Zmiany w kapitale obrotowym	-135	132	-9	-29	-13	100
Inne zmiany niepieniężne	10	3	10	0	0	0
Przepływy z działalności operacyjnej	-40	265	198	217	239	320
Nakłady inwestycyjne	-7	-6	-7	-11	-11	-12
Inne przepływy inwestycyjne	30	0	-206	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	23	-6	-213	-11	-11	-12
Zmiany w kapitale własnym netto	0	0	0	0	0	0
Zmiany zadłużenia netto	-24	10	12	0	0	50
Dywidendy	-56	-81	-126	-189	-236	-241
Inne przepływy finansowe	0	3	-7	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-80	-67	-120	-189	-236	-190
Zmiana stanu gotówki	-97	193	-135	17	-8	118
Wskaźniki na akcję	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Liczba akcji (średnia, mln)	24.8	24.9	24.9	25.0	25.0	25.0
EPS (PLN)	3.26	5.05	7.67	9.44	9.63	8.38
BVPS (PLN)	35.67	37.38	40.30	42.01	42.21	40.96
DPS (PLN)	2.25	3.24	5.05	7.60	9.44	9.63
Dźwignia i stopy zwrotu	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Dług netto/EBITDA (x)	1.39	-0.33	0.27	0.16	0.18	-0.05
Dług netto/kapitały własne (x)	0.17	-0.06	0.07	0.05	0.05	-0.01
ROA (%)	4.8%	6.7%	8.7%	9.6%	9.6%	8.4%
ROIC (%)	8.5%	13.3%	19.5%	21.7%	21.7%	19.6%
ROE (%)	9.3%	13.9%	19.7%	23.0%	22.9%	20.2%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
P/E (x)	26.3	17.0	11.2	9.1	8.9	10.2
EV/EBITDA (x)	21.3	12.8	9.1	7.3	7.2	7.9
EV/Sprzedaż (x)	2.5	1.8	1.6	1.3	1.3	1.3
P/BV (x)	2.41	2.30	2.13	2.04	2.03	2.09
Stopa dywidendy (%)	2.6%	3.8%	5.9%	8.9%	11.0%	11.2%
Założenia	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przedsprzedaż	2,383	2,735	3,975	3,853	3,769	3,760
Sprzedaż notarialna	2,062	2,482	2,929	3,823	3,877	3,782


Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej rekomendacji są: (1) inny od oczekiwań poziom sprzedaży oraz liczby noworozpoczętych projektów, (2) zmiana tempa realizacji nowych projektów, (3) wypłata dywidendy na poziomie niższym/wyższym niż prognozowany, (4) tempo uzupełniania banku ziemi, (5) zmiana kosztów gruntów i generalnego wykonawstw, (6) zmiana cen mieszkań

Analiza DuPont	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża zysku netto	9%	11%	14%	14%	14%	12%
Wskaźnik rotacji majątku	0.54	0.62	0.64	0.69	0.70	0.68
Dźwignia finansowa	1.93	2.06	2.26	2.39	2.39	2.39
ROE (%)	9.3%	13.9%	19.7%	23.0%	22.9%	20.2%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Dom Development – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Waga (%)	Cena (PLN/akcję)
Cena docelowa - metoda DCF	75%	102
Cena docelowa - metoda porównawcza	25%	53
Cena docelowa		90
Cena rynkowa		86
Potencjał wzrostu/spadku (%)		5%

Wycena metodą DCF

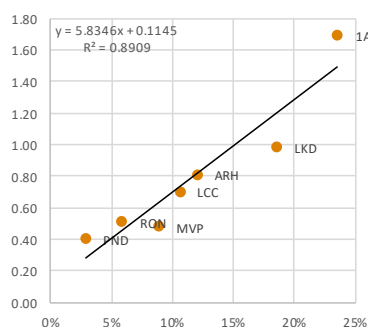
	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	WACC	2017-2022p	TV
Przychody	1,685.1	1,749.6	1,680.2	1,553.6	1,480.1	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
- Zmiana r/r	20%	4%	-4%	-8%	-5%	Beta	1.3	1.4
EBITDA	300.3	306.7	268.4	208.6	175.5	Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
- Zmiana r/r	24%	2%	-12%	-22%	-16%	Koszt kapitału własnego	9.4%	9.6%
EBIT	290.1	296.0	257.2	196.8	163.2	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Podatek od EBIT	-55.1	-56.2	-48.9	-37.4	-31.0	Marża na zadłużeniu	2.0%	2.0%
NOPAT	235.0	239.8	208.3	159.4	132.2	Kosztu długu	5.5%	5.5%
- Zmiana r/r	23%	2%	-13%	-23%	-17%	Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Amortyzacja	10	11	11	12	12	Koszt długu po podatku	4.5%	4.5%
Zmiany w kapitale obrotowym	-29	-13	100	129	272	% D	28.3%	30.9%
Capex	-11	-11	-12	-12	-13	% E	71.7%	69.1%
Wolne przepływy finansowe	205.9	226.6	307.6	287.7	403.7	WACC	8.0%	8.0%
Czynnik dyskontowy (%)	96%	89%	82%	76%	71%			
Wartość bieżąca FCF	197.8	201.5	253.2	219.2	284.7			
Wartość bieżąca FCF 2017-2022	1,157							
St. wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%							
Zdyskontowana wartość rezydualna	1,242							
Wartość przedsiębiorstwa	2,399							
Kapitały mniejszości (na koniec 4Q17)	0							
Dywidenda	0							
Dług netto (na koniec 4Q17)	65							
Wartość kapitału własnego	2,334							
Liczba akcji (m)	25.0							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	93							
12M cena docelowa (PLN)	102							

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Średni ważony koszt kapitału (%)				
	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
0.0%	99	97	96	94	93
0.5%	102	101	99	97	96
1.0%	106	104	103	101	99
1.5%	111	109	107	105	103
2.0%	116	114	112	110	108

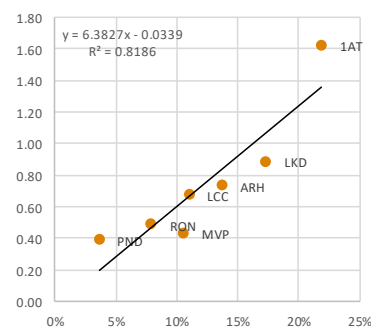
Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena Kapitalizacja		P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
	(PLN)	(PLN)	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Atal	37.3	1,443	7.4	7.6	8.4	1.69	1.63	1.59	24%	22%	19%
LC Corp	2.4	1,070	6.8	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	10%
Archicom	15.0	384	7.0	5.6	5.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%
Lokum Deweloper	18.8	338	5.7	5.4	5.6	0.99	0.89	0.82	19%	17%	15%
Polnord	9.0	296	15.6	10.7	9.5	0.41	0.40	0.39	3%	4%	3%
Marvipol	4.8	199	5.8	4.3	3.3	0.48	0.43	0.38	9%	11%	12%
Ronson	1.1	179	7.8	6.3	6.1	0.51	0.49	0.47	6%	8%	8%
Mediana			7.0	6.3	6.1	0.71	0.68	0.66	11%	11%	12%
Dom Development	85.8	2,142	9.1	8.9	10.2	2.04	2.03	2.09	23%	23%	20%
Premia/Dyskonto			31%	42%	69%	188%	200%	216%	117%	108%	62%
Implikowana wycena			66	61	51	30	29	27	61	60	51
Waga			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Średnia				59		29			58		
Implikowana cena akcji (PLN)				48							
12M cena docelowa (PLN)				53							

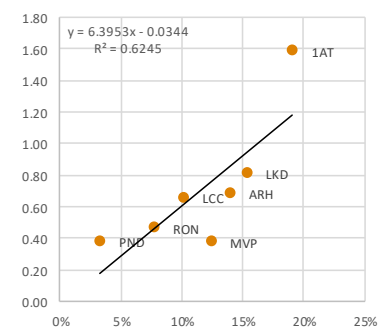
P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p



P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p



P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2018-2019p

Tabela 6. Dom Development – Zmiana prognoz na lata 2018-19p

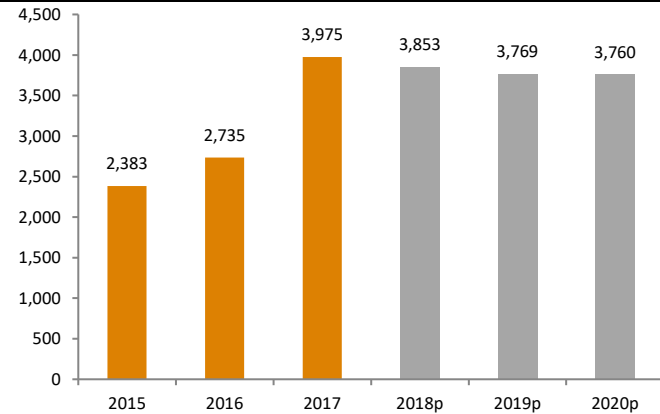
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018p			2019p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)
Przedsprzedaż	3,853	3,721	4%	3,769	3,657	3%
Przekazania	3,823	3,723	3%	3,877	3,833	1%
Przeciętna wart. przekazanego lokalu	0.441	0.436	1%	0.451	0.417	8%
Przychody	1,685	1,622	4%	1,750	1,600	9%
COGS	1,241	1,194	4%	1,294	1,192	9%
Zysk brutto ze sprzedaży	444	429	4%	456	408	12%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	26%	26%	-	26%	25%	-
SG&A	154	134	15%	160	140	14%
EBITDA	300	302	-1%	307	275	11%
EBIT	290	295	-2%	296	267	11%
<i>Marża operacyjna</i>	17%	18%	-	17%	17%	-
Koszty finansowe netto	1	-1	<i>n.m.</i>	1	0	<i>n.m.</i>
Zysk brutto	291	294	-1%	297	267	11%
Zysk netto	236	238	-1%	240	216	11%
<i>Marża netto</i>	14%	15%	-	14%	14%	-

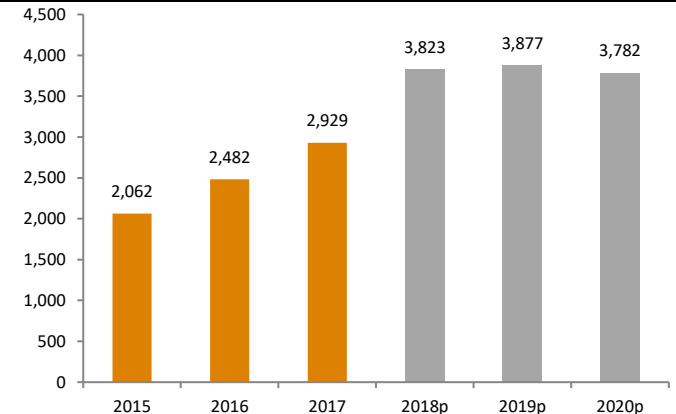
Źródło: Prognozy Vestor DM

Prognozy finansowe i założenia

Wykres 27. Dom Development: Przesprzedaż (liczba lokali)



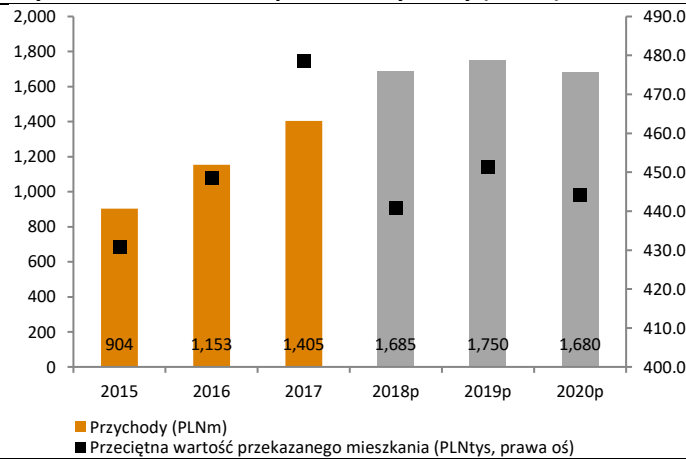
Wykres 28. Dom Development: Przekazania (liczba lokali)



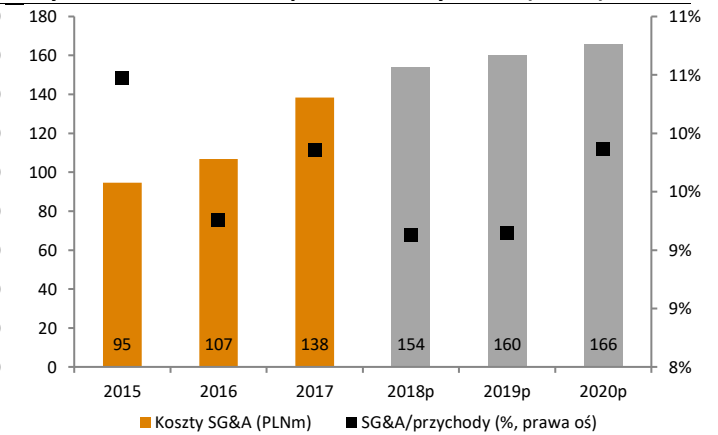
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 29. Dom Development: Przychody (PLNm)



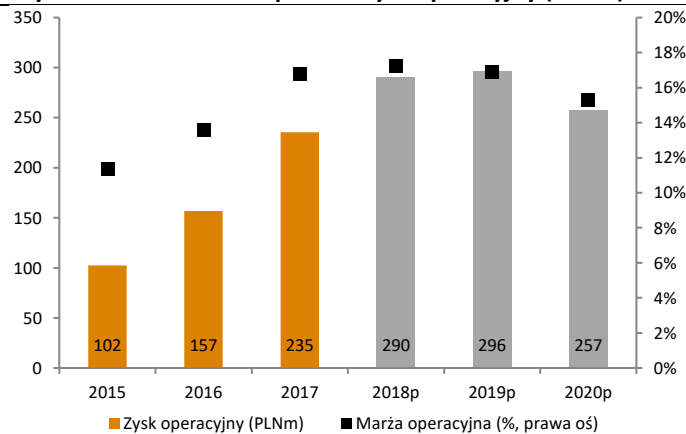
Wykres 30. Dom Development: Koszty SG&A (PLNm)



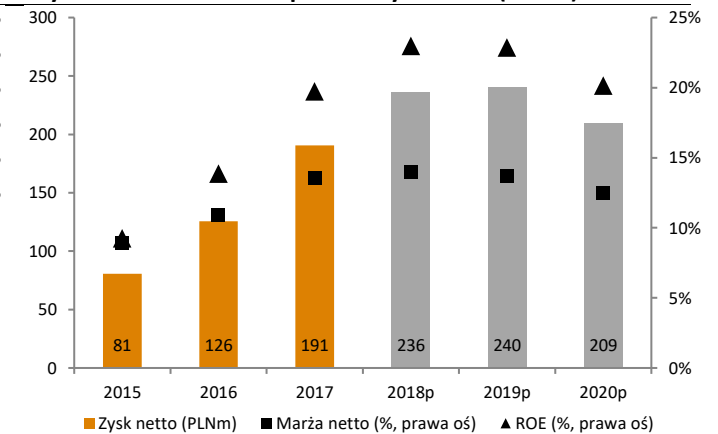
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 31. Dom Development: Zysk operacyjny (PLNm)



Wykres 32. Dom Development: Zysk netto (PLNm)



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

- Podwyższamy rekomendację do Akumuluj.
- Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 194m w 2018p i PLN 190m w 2019p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/E 7.6x i P/BV 1.7x w 2018p przy 2019p DY 10.8%.

Zaletą mocny bank ziemi

Do głównych atutów Atala należą: 1) mocny i zdywersyfikowany bank ziemi (blisko 13tys. lokali wraz z ofertą), 2) niski poziom zadłużenia (dług netto/kapitały własne 0.27x na koniec 2017r.) oraz 3) wysoka efektywność kosztowa (koszty SG&A/przychody 3.3% w 2017r.). Na koniec 1Q18 Atal posiadał potencjał sprzedaży blisko 13tys. lokali (2,900 w ofercie oraz ponad 9,800 w banku ziemi). W oparciu o posiadany bank ziemi podtrzymujemy prognozę przedsprzedaży ok. 2,800 lokali w latach 2018-19p. Zgodnie z aktualnym harmonogram realizowanych inwestycji oczekujemy przekazania 2,750 lokali w 2018p (podwyższenie prognozy o 2%) oraz 2,713 w 2019p (obniżenie prognozy o 8%). W rezultacie podwyższamy prognozę zysku netto o 4% do PLN 194m w 2018p oraz o 3% do PLN 190m w 2019p. Na naszych prognozach Atal obecnie wyceniany jest na P/E 7.4x w 2018p oraz 7.6x w 2019p. W naszych prognozach zakładamy 80% stopień wypłaty dywidendy co implikuje DPS PLN 4.01/akcję w 2019p (DY 10.8%). Podwyższamy rekomendację z Neutralnie do Akumuluj podtrzymując 12M TP PLN 43/akcję.

Bogaty i zdywersyfikowany bank ziemi. Na koniec 1Q18 Atal posiadał ofertę na ok. 2,900 lokali oraz bank ziemi na ponad 9,800 lokali (vs. roczna przedsprzedaż ok. 2,800 lokali). Mając na uwadze wysoką dywersyfikację geograficzną oczekujemy porównywalnej przedsprzedaży r/r w 2018p (2,777 lokali) oraz w 2019p (2,783 lokali). Zgodnie z harmonogramem realizowanych inwestycji (plan zakończenia budowy odpowiednio 2,710 i 2,518 lokali w 2018-19p) prognozujemy przekazanie 2,750 lokali w 2018p (podwyższenie prognozy o 2%) oraz 2,713 lokali w 2019p (obniżenie prognozy o 8%).

Podwyższenie prognozy zysku netto o 4% i 3% w 2018-19p. Ze względu na oczekiwaną wyższą liczbę przekazanych podwyższamy prognozę przychodów w 2018p o 2% do PLN 1,022m oraz w rezultacie prognozę zysku netto o 4% do PLN 194m. Z kolei w 2019p ze względu na niższą o 8% liczbę przekazanych obniżamy prognozę przychodów o 5% do PLN 982m. Przy rentowności brutto ze sprzedaży 28% prognozujemy zysk netto PLN 190m (vs. PLN 185m wcześniej).

Wycena. Na naszych prognozach Atal obecnie wyceniany jest na P/E 7.4x w 2018p i 7.6x w 2019p. Polityka dywidendowa pozwala na wypłatę 70-100% zysku netto w formie dywidendy. W naszych prognozach zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 80%, co implikuje DPS PLN 4.01/akcję w 2019p (DY 10.8%), jednak przy założeniu 100% wypłaty w formie dywidendy DPS wyniosłby PLN 5.01/akcję (DY 13.4%). Przy 2018p P/BV 1.7x oraz ROE 24% podwyższamy rekomendację z Neutralnie do Akumuluj oraz podtrzymujemy 12M cenę docelową na poziomie PLN 43/akcję.

Tabela 7. Atal: Wybrane dane, 2015-2020p

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody (PLNm)	227	507	866	1,022	982	984
EBIT (PLNm)	41	115	222	248	240	215
Zysk netto (PLNm)	47	89	171	194	190	171
P/E (x)	30.5	16.1	8.4	7.4	7.6	8.4
P/BV (x)	2.32	2.10	1.82	1.69	1.63	1.59
Stopa dywidendy (%)	0.3%	2.0%	4.6%	9.5%	10.8%	10.5%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	43
Cena bieżąca (PLN)	37
Potencjał wzrostu/spadku	+16%
Poprz. cena docelowa	43
Data poprz. rekomendacji	14.12.2017
Min (52W) (PLN)	36.0
Max (52T) (PLN)	44.4
Kapitalizacja (PLNm)	1,443
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.20
BBG Ticker:	1AT PW

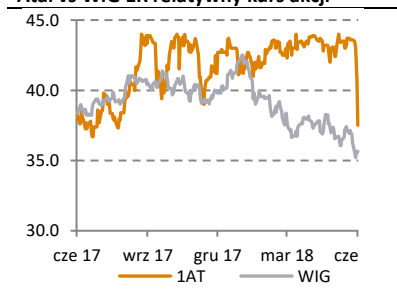
Akcjonariat

Akcjonariat	%
Juroszek Investments	83.21%
Altus TFI	5.20%
Pozostali	11.59%

Opis spółki

Atal to firma deweloperska specjalizująca się w budownictwie mieszkań w obrębie największych miast Polski (Warszawa, Wrocław, Gdańsk, Kraków, Poznań, Katowice, Łódź).

Atal vs WIG 1R relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

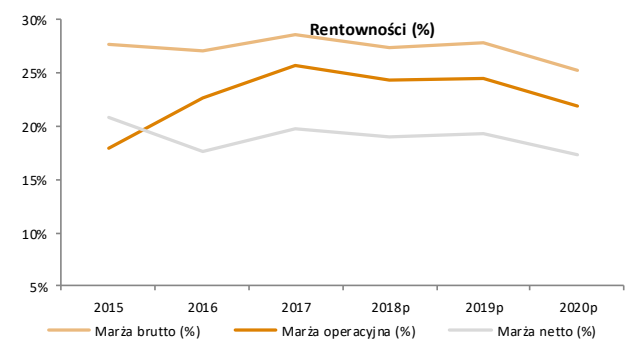
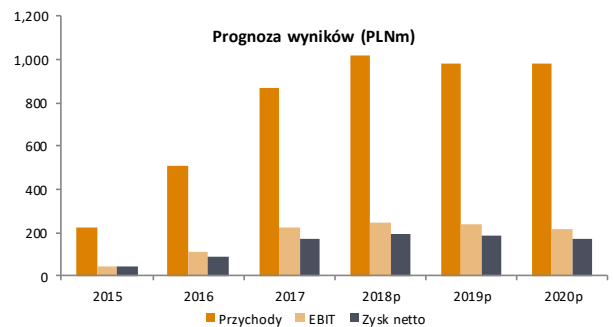
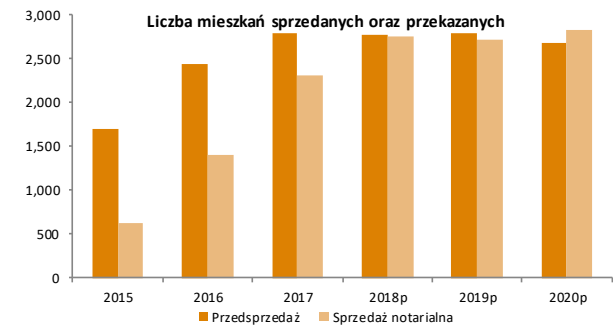
Atal – Wybrane dane, 2015-2020p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	227	507	866	1,022	982	984
Koszt własny sprzedaży	-164	-370	-618	-743	-709	-735
Zysk brutto ze sprzedaży	63	137	248	279	273	249
SG&A	-22	-24	-28	-31	-33	-33
Pozostała działalność oper.	0	2	3	0	0	0
EBITDA	42	116	223	250	242	217
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
EBIT	41	115	222	248	240	215
Koszty finansowe netto	-4	-6	-6	-3	-3	-3
Zysk brutto	37	109	216	246	238	213
Podatek dochodowy	11	-16	-37	-47	-45	-40
Mniejszości i inne	0	4	9	5	2	1
Zysk netto	47	89	171	194	190	171
Dynamika wzrostu (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Wzrost przychodów (%)	-61%	123%	71%	18%	-4%	0%
Wzrost EBIT (%)	-76%	182%	93%	12%	-3%	-10%
Wzrost zysku netto (%)	-65%	89%	91%	13%	-2%	-10%
Marże (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża brutto (%)	28%	27%	29%	27%	28%	25%
Marża operacyjna (%)	18%	23%	26%	24%	24%	22%
Marża netto (%)	21%	18%	20%	19%	19%	17%
Bilans (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Rzeczowe aktywa trwałe	8	7	7	8	8	8
Wartości niematerialne	63	63	63	63	63	63
Inne aktywa trwałe	99	97	84	84	84	84
Środki pieniężne	130	187	266	210	153	206
Należności	3	7	12	14	14	14
Zapasy	882	1,132	1,342	1,260	1,356	1,373
Inne aktywa obrotowe	25	19	16	18	18	18
Aktywa razem	1,210	1,514	1,790	1,657	1,695	1,765
Dług krótkoterminowy	220	217	236	236	236	236
Zobowiązania handlowe	34	52	58	70	67	70
Zaliczki otrzymane od klientów	184	231	365	206	210	257
Inne zobowiązania krótkoterminowe	5	15	31	31	31	31
Dług długoterminowy	109	294	244	194	194	194
Inne zobowiązania długoterminowe	46	28	68	70	70	70
Kapitały własne	623	688	795	852	886	905
Mniejszości	-11	-13	-6	-1	1	2
Pasywa	1,210	1,514	1,790	1,657	1,695	1,765
Dług brutto	329	511	480	430	430	430
Dług netto	199	324	214	220	277	224
Przepływy pieniężne (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Zysk netto	47	89	171	194	190	171
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
Zmiany w kapitale obrotowym	-169	-190	-16	-68	-94	32
Inne zmiany niepieniężne	-33	21	42	5	2	2
Przepływy z działalności operacyjnej	-154	-78	198	133	100	206
Nakłady inwestycyjne	0	-1	0	-2	-2	-2
Inne przepływy inwestycyjne	1	1	1	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	1	0	1	-2	-2	-2
Zmiany w kapitale własnym netto	143	0	0	0	0	0
Zmiany zadłużenia netto	85	182	-33	-50	0	0
Dywidendy	-4	-29	-67	-137	-155	-152
Inne przepływy finansowe	-15	-17	-21	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	208	135	-121	-187	-155	-152
Zmiana stanu gotówki	56	58	78	-56	-57	52
Wskaźniki na akcję	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Liczba akcji (średnia, mln)	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
EPS (PLN)	1.22	2.31	4.42	5.01	4.91	4.42
BVPS (PLN)	16.09	17.78	20.53	21.99	22.90	23.39
DPS (PLN)	0.11	0.75	1.73	3.54	4.01	3.93
Dźwignia i stopy zwrotu	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Dług netto/EBITDA (x)	4.78	2.79	0.96	0.88	1.14	1.03
Dług netto/kapitały własne (x)	0.32	0.47	0.27	0.26	0.31	0.25
ROA (%)	4.7%	6.6%	10.4%	11.2%	11.3%	9.9%
ROIC (%)	4.6%	10.1%	17.8%	19.3%	17.4%	15.2%
ROE (%)	8.9%	13.6%	23.1%	23.5%	21.9%	19.1%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
P/E (x)	30.5	16.1	8.4	7.4	7.6	8.4
EV/EBITDA (x)	39.3	15.2	7.4	6.7	7.1	7.7
EV/Sprzedaż (x)	7.2	3.5	1.9	1.6	1.8	1.7
P/BV (x)	2.32	2.10	1.82	1.69	1.63	1.59
Stopa dywidendy (%)	0.3%	2.0%	4.6%	9.5%	10.8%	10.5%

Założenia	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przedsprzedaż	1,690	2,435	2,787	2,777	2,783	2,678
Sprzedaż notarialna	628	1,404	2,308	2,750	2,713	2,833


Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej rekomendacji jest: (1) wolniejsze tempo sprzedaży mieszkań oraz wprowadzania mieszkań do oferty, (2) wolniejsze tempo realizacji nowych projektów oraz pozyskiwania pozwoleń administracyjnych, (3) wolniejsze uzupełnianie banku ziemi, (4) wzrost kosztu gruntów oraz generalnego wykonawstwa, (5) spadek cen sprzedaży mieszkań

Analiza DuPont	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża zysku netto	21%	18%	20%	19%	19%	17%
Wskaźnik rotacji majątku	0.23	0.37	0.52	0.59	0.59	0.57
Dźwignia finansowa	1.89	2.08	2.23	2.09	1.93	1.93
ROE (%)	8.9%	13.6%	23.1%	23.5%	21.9%	19.1%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Atal – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Waga (%)	Cena (PLN/akcję)
Cena docelowa - metoda DCF	75%	47
Cena docelowa - metoda porównawcza	25%	30
Cena docelowa		43
Cena rynkowa		37
Potencjał wzrostu/spadku (%)		16%

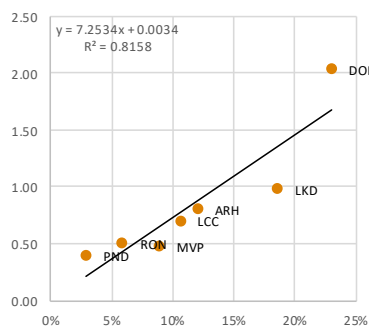
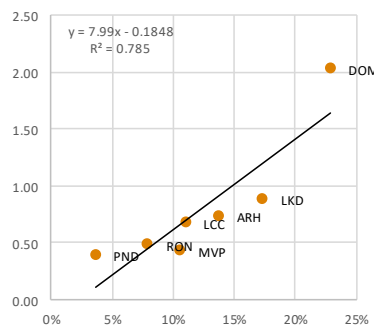
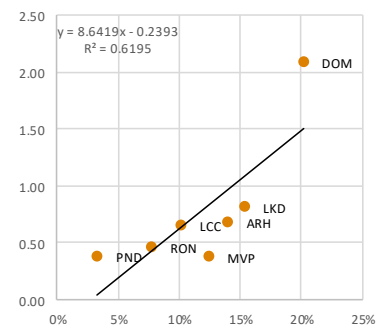
Wycena metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	WACC	2018-2022p	TV
Przychody	1,021.6	981.8	984.0	946.5	918.0	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
- Zmiana r/r	18%	-4%	0%	-4%	-3%	Beta	1.5	1.3
EBITDA	249.7	241.9	216.9	199.2	177.6	Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
- Zmiana r/r	12%	-3%	-10%	-8%	-11%	Koszt kapitału własnego	10.2%	9.5%
EBIT	248.3	240.5	215.5	197.8	176.1	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Podatek od EBIT	-47.2	-45.7	-40.9	-37.6	-33.5	Marża na zadłużeniu	2.0%	2.0%
NOPAT	201.1	194.8	174.5	160.2	142.6	Kosztu długu	5.5%	5.5%
- Zmiana r/r	9%	-3%	-10%	-8%	-11%	Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	Koszt długu po podatku	4.5%	4.5%
Zmiany w kapitale obrotowym	-68	-94	32	29	73	% D	37.7%	28.7%
Capex	-2	-2	-2	-2	-2	% E	62.3%	71.3%
Wolne przepływy finansowe	133.3	100.8	206.0	188.9	215.6	WACC	8.0%	8.0%
Czynnik dyskontowy (%)	96%	89%	82%	76%	71%			
Wartość bieżąca FCF	128.1	89.7	169.5	143.9	152.0			
Wartość bieżąca FCF 2018-2022	683							
St. wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%							
Zdyskontowana wartość rezydualna	1,328							
Wartość przedsiębiorstwa	2,011							
Kapitały mniejszości (koniec 4Q17)	-6							
Dywidenda	137							
Dług netto (koniec 4Q17)	214							
Wartość kapitału własnego	1,666							
Liczba akcji (m)	38.7							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	43							
12M cena docelowa (PLN)	47							

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Średni ważony koszt kapitału (%)				
	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
0.0%	44	43	43	42	41
0.5%	47	46	45	44	43
1.0%	49	48	47	47	46
1.5%	52	51	50	49	49
2.0%	56	55	54	53	52

Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLN)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
			2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Dom Development	85.8	2,142	9.1	8.9	10.2	2.04	2.03	2.09	23%	23%	20%
LC Corp	2.4	1,070	6.8	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	10%
Archicom	15.0	384	7.0	5.6	5.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%
Lokum Deweloper	18.8	338	5.7	5.4	5.6	0.99	0.89	0.82	19%	17%	15%
Polnord	9.0	296	15.6	10.7	9.5	0.41	0.40	0.39	3%	4%	3%
Marvipol	4.8	199	5.8	4.3	3.3	0.48	0.43	0.38	9%	11%	12%
Ronson	1.1	179	7.8	6.3	6.1	0.51	0.49	0.47	6%	8%	8%
Mediana			7.0	6.3	6.1	0.71	0.68	0.66	11%	11%	12%
Atal	37.3	1,443	7.4	7.6	8.4	1.69	1.63	1.59	24%	22%	19%
Premia/Dyskonto			7%	21%	39%	139%	140%	140%	122%	99%	54%
Implikowana wycena			35	31	27	16	16	16	38	36	33
Waga			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Średnia				31			16			35	
Implikowana cena akcji (PLN)	27										
12M cena docelowa (PLN)	30										

P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2018-19p

Tabela 8. Atal – Zmiana prognoz na lata 2018-19p

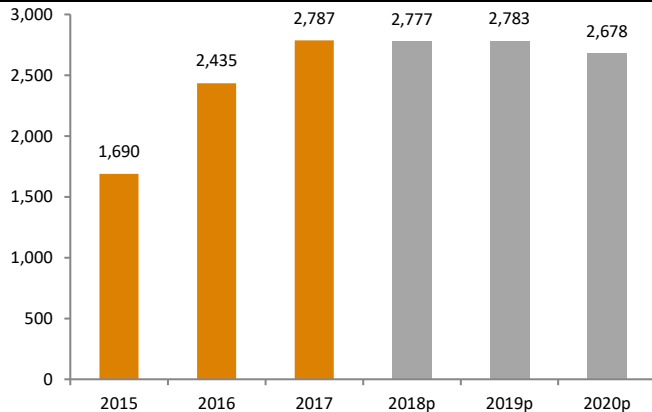
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018p			2019p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)
Przedsprzedaż	2,777	2,811	-1%	2,783	2,832	-2%
Przekazania	2,750	2,697	2%	2,713	2,952	-8%
Przeciętna wart. przekazanego lokalu	0.371	0.371	0%	0.362	0.348	4%
Przychody	1,022	1,001	2%	982	1,028	-5%
COGS	-743	-725	2%	-709	-753	-6%
Zysk brutto ze sprzedaży	279	276	1%	273	275	-1%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	27%	28%	-	28%	27%	-
SG&A	-31	-31	0%	-33	-33	-1%
EBITDA	250	247	1%	242	244	-1%
EBIT	248	245	1%	240	242	-1%
<i>Marża operacyjna</i>	24%	24%	-	24%	24%	-
Koszty finansowe netto	-3	-6	-54%	-3	-5	-46%
Zysk brutto	246	239	3%	238	237	0%
Zysk netto	194	187	4%	190	185	3%
<i>Marża netto</i>	19%	19%	-	19%	18%	-

Źródło: Prognozy Vestor DM

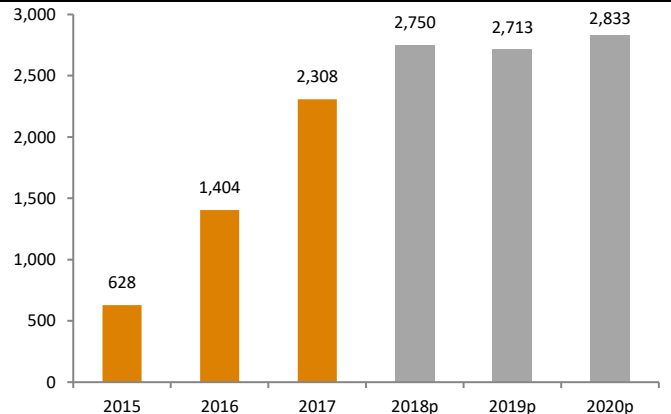
Prognozy finansowe i założenia

Wykres 33. Atal: Przedaż (liczba lokali)



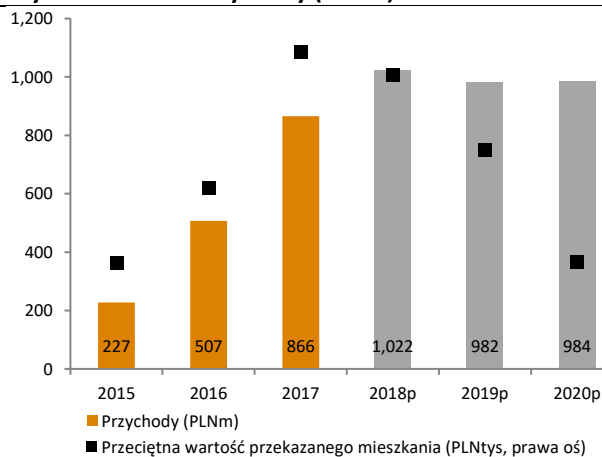
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 34. Atal: Przekazania (liczba lokali)



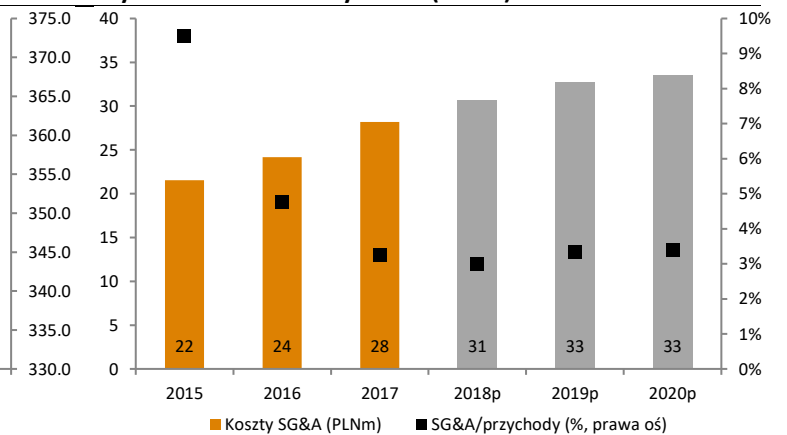
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 35. Atal: Przychody (PLNm)



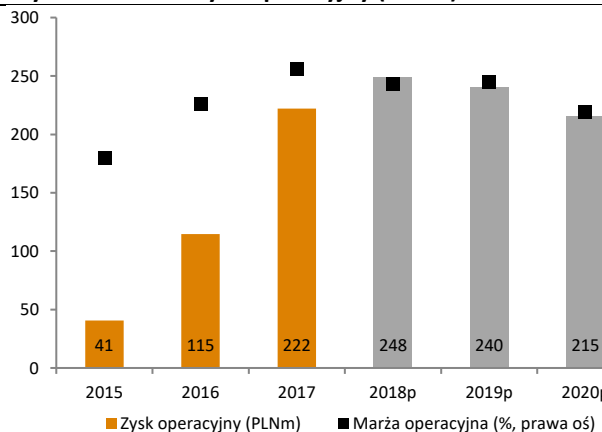
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 36. Atal: Koszty SG&A (PLNm)



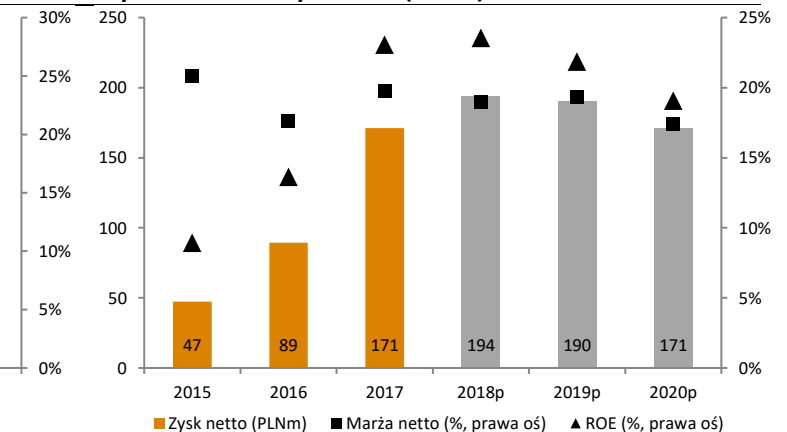
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 37. Atal: Zysk operacyjny (PLNm)



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 38. Atal: Zysk netto (PLNm)



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

LC Corp

Deweloperzy | Polska

Kupuj PLN 3.0 (+25%)

Aktualizacja rekomendacji

- Prognozujemy przekazanie 1,844 lokali w 2018p i 2,066 w 2019p.
- Oczekujemy stopy dywidendy w wysokości 10% w 2018p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/BV w wysokości 0.7x oraz P/E skoryg. 6.8x w 2018p.

25 czerwca 2018 8:00

Atrakcyjna wycena z solidną dywidendą

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj obniżając 12M TP z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję ze względu na aktualizację wartości portfela nieruchomości inw. w 4Q17 i 1Q18 oraz wolniejsze tempo przekazania. W oparciu o posiadany potencjał sprzedażowy (ok. 6,600 lokali na koniec 1Q18) oczekujemy stabilizacji przedsprzedaży mieszkań na poziomie ponad 2tys. lokali. Wraz z rosnącym r/r poziomem przekazania (1,844 i 2,066 lokali w 2018-19p) oczekujemy stopniowego pogorszenia rentowności ze względu na rosnące koszty gruntów i GW. W segmencie najmu oczekujemy, że dalsza negatywna rewaluacja Arkad Wrocławskich zostanie skompensowana dodatnią aktualizacją Wola Center (planowane zakończenie realizacji w 2Q19). Prognozujemy zysk netto znorm. PLN 157m w 2018p (obniżenie prognozy o 11%) oraz PLN 170m w 2019p (obniżenie o 2%). Na naszych prognozach LCC wyceniany jest na P/E 6.8x i 6.3x w 2018-19p przy 2018-19p DY 10-11%.

Obniżamy prognozę przekazania do 1,844 w 2018p i 2,066 w 2019p. W 2017r. LCC planuje zakończyć realizację ponad 2,700 lokali, z czego blisko 1,300 w 4Q18. W rezultacie oczekujemy, że LCC przekaże 1,844 lokale w 2018p (obniżenie prognozy o 16%) oraz 2,066 w 2020p (+12% r/r, obniżenie prognozy o 10%). W naszej ocenie główny czynnik ryzyka dla LCC stanowi relatywnie niewielki bank ziemi (ok. 3x roczna sprzedaż), co przy wysokiej konkurencji na rynku gruntów może skutkować presją na rentowność w kolejnych latach.

Zakładając godziwą wartość segmentu najmu na poziomie 1x NAV, wycena spółki implikuje zerową EV segmentu mieszkaniowego. Na koniec 1Q18 NAV nieruchomości inw. wynosił PLN 1.3mld. W 1Q18 LCC zakończył realizację biurowca Retro Office, zaś w 2Q19 planuje zakończenie realizacji Wola Retro. Pomimo oczekiwanej dalszej negatywnej rewaluacji Arkad Wrocławskich (szacujemy PLN 26m w 2018p), prognozujemy pozytywny wpływ aktualizacji wartości nieruchomości inw. na PLN 14m i PLN 12m w 2018-19p.

Obniżamy prognozę znorm. zysku netto o 11% do PLN 157m w 2018p oraz o 2% do PLN 170m w 2019p. Wraz z rosnącymi kosztami GW i gruntu oczekujemy pogorszenia marży brutto ze sprzedaży segm. mieszkaniowego z 29% w 2017r. do 27% w 2018p i 26% w 2019p. Ze względu na niższą prognozowaną liczbę przekazania obniżamy prognozę przychodów segmentu mieszkaniowego o 15% do PLN 625m w 2018p. Z kolei ze względu na wzrost cen mieszkań oraz oczekiwaną wyższą przeciętną wartość przekazanego lokalu podwyższamy prognozę przychodów segm. mieszkaniowego o 3% do PLN 687m w 2019p.

Wycena. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na P/E skoryg. o rewaluacje na poziomie 6.8x w 2018p oraz 6.3x w 2019p. Zgodnie z polityką dywidendową zakładamy wypłatę 75% skoryg. skons. zysku netto - DPS PLN 0.24/akcję w 2018p (DY 10.0%). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj obniżając 12M TP z PLN 3.3/akcję do PLN 3.0/akcję.

Tabela 9. LC Corp: Wybrane dane, 2015-2020p

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody (PLNm)	450	547	706	780	857	878
EBIT skoryg.* (PLNm)	132	170	209	228	246	237
Zysk netto skoryg.* (PLNm)	90	118	146	157	170	162
P/E skoryg.* (x)	11.8	9.1	7.4	6.8	6.3	6.6
P/BV (x)	0.78	0.77	0.74	0.71	0.68	0.66
Stopa dywidendy (%)	0.0%	9.1%	2.9%	10.0%	11.0%	11.9%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, *wynik skoryg. o zysk z rewaluacji oraz zmiany kursowe

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	3.0
Cena bieżąca (PLN)	2.4
Potencjał wzrostu/spadku	+25%
Data poprz. rekomendacji	14.12.2017
Poprzednia cena docelowa	2.6
Min (52W) (PLN)	1.9
Max (52T) (PLN)	3.2
Kapitalizacja (PLNm)	1,070
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	1.41
BBG Ticker:	LCC PW

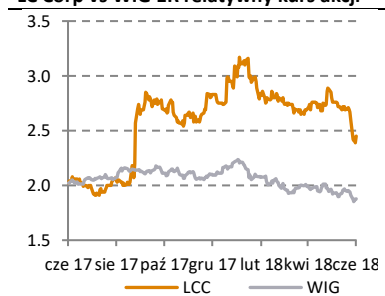
Akcjonariat

Akcjonariat	%
PZU OFE	15.17
NN OFE	14.13
Altus TFI	13.37
Aviva OFE	9.76
Aegon OFE	5.93
Pozostali	41.64

Opis spółki

LC Corp realizuje inwestycje mieszkaniowe w największych miastach w kraju: Warszawie, Wrocławiu, Krakowie, Łodzi, Gdańsku oraz ich okolicach. Dodatkowo spółka prowadzi działalność w segmencie najmu (nieruchomości biurowe oraz handlowe).

LC Corp vs WIG 1R relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

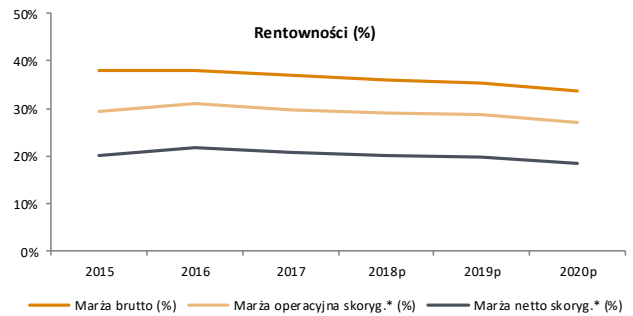
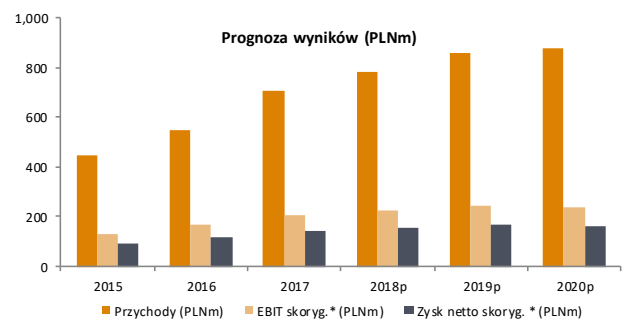
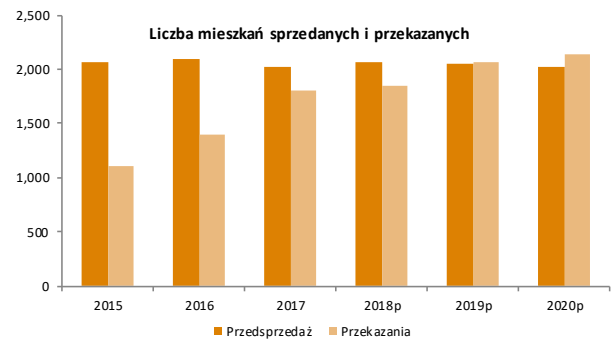
Marek.Szymanski@vestor.pl

LC Corp – Wybrane dane, 2015-2020p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	450	547	706	780	857	878
Koszt własny sprzedaży	-278	-339	-445	-499	-556	-582
Zysk brutto ze sprzedaży	171	208	261	281	302	296
SG&A	-36	-41	-51	-53	-56	-59
Zysk/strata z rewaluacji	22	34	-119	14	21	0
Pozostała działalność oper.	-3	2	-2	0	0	0
EBITDA	155	205	90	243	268	238
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
EBIT	155	204	89	242	266	237
EBIT skoryg.*	132	170	209	228	246	237
Koszty finansowe netto	-28	-52	13	-34	-36	-36
Zysk brutto	126	152	102	208	230	201
Podatek dochodowy	-17	-39	-22	-39	-44	-38
Mniejszości i inne	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	109	113	80	168	187	162
Zysk netto skoryg.*	90	118	146	157	170	162
Dynamika wzrostu (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Wzrost przychodów (%)	25%	22%	29%	10%	10%	2%
Wzrost EBIT skoryg. *(%)	11%	28%	23%	9%	8%	-4%
Wzrost zysku netto skoryg. *(%)	33%	31%	23%	8%	8%	-4%
Marże (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża brutto (%)	38%	38%	37%	36%	35%	34%
Marża brutto segm. mieszk. (%)	26%	26%	29%	27%	26%	24%
Marża operacyjna skoryg. *(%)	29%	31%	30%	29%	29%	27%
Marża netto skoryg. *(%)	20%	22%	21%	20%	20%	18%
Bilans (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Rzeczowe aktywa trwałe	6	5	6	6	6	6
Nieruchomości inwestycyjne	1,648	1,810	1,805	1,919	2,005	2,005
Inne aktywa trwałe	114	105	110	110	110	110
Środki pieniężne	242	355	344	267	206	235
Należności	37	27	32	34	34	33
Zapasy	830	885	978	1,050	1,040	1,022
Inne aktywa obrotowe	14	10	25	25	25	25
Aktywa razem	2,891	3,197	3,300	3,411	3,426	3,436
Dług krótkoterminowy	77	170	180	180	180	180
Zobowiązania handlowe	84	90	118	127	126	124
Zaliczki otrzymane od klientów	258	385	455	487	482	459
Inne zobowiązania krótkoterminowe	41	46	50	0	0	0
Dług długoterminowy	858	922	902	952	952	952
Inne zobowiązania długoterminowe	208	188	146	155	108	108
Kapitały własne	1,365	1,396	1,448	1,509	1,578	1,613
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Pasywa	2,891	3,197	3,300	3,411	3,426	3,436
Dług brutto	935	1,092	1,082	1,132	1,132	1,132
Dług netto	693	737	737	865	926	897
Przepływy pieniężne (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Zysk netto	109	113	80	168	187	162
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
Zmiany w kapitale obrotowym	-47	90	-18	-34	4	-6
Inne zmiany niepieniężne	-4	-5	104	-14	-21	0
Przepływy z działalności operacyjnej	59	199	167	121	171	157
Nakłady inwestycyjne	-42	-62	-101	-1	-1	-1
Inne przepływy inwestycyjne	-40	-40	-40	-100	-66	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-83	-102	-142	-101	-67	-1
Zmiany w kapitale własnym netto	0	0	0	0	0	0
Zmiany zadłużenia netto	12	157	-10	50	0	0
Dywidendy	0	-97	-31	-107	-118	-127
Inne przepływy finansowe	-33	-44	6	-40	-47	0
Przepływy z działalności finansowej	-21	16	-36	-98	-165	-127
Zmiana stanu gotówki	-44	112	-11	-78	-61	29
Wskaźniki na akcję	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Liczba akcji (średnia, mln)	447.6	447.6	447.6	447.6	447.6	447.6
EPS (PLN)	0.24	0.25	0.18	0.38	0.42	0.36
EPS skoryg. (PLN) *	0.20	0.26	0.33	0.35	0.38	0.36
BVPS (PLN)	3.05	3.12	3.24	3.37	3.53	3.60
DPS (PLN)	0.00	0.22	0.07	0.24	0.26	0.28
Dźwignia i stopy zwrotu	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Dług netto/EBITDA* (x)	4.46	3.60	8.17	3.56	3.46	3.77
Dług netto/kapitały własne (x)	0.51	0.53	0.51	0.57	0.59	0.56
ROA (%)	3.8%	3.5%	2.4%	4.9%	5.4%	4.7%
ROIC (%)	7.6%	9.9%	10.7%	11.7%	11.9%	11.0%
ROE (%)	6.9%	8.5%	10.2%	10.6%	11.0%	10.2%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
P/E (x)	9.8	9.5	13.3	6.4	5.7	6.6
P/E skoryg.* (x)	11.8	9.1	7.4	6.8	6.3	6.6
EV/EBITDA skoryg.* (x)	13.4	10.5	8.5	7.8	7.2	7.5
EV/Sprzedaż (x)	4.0	3.3	2.5	2.3	2.1	2.0
P/BV (x)	0.78	0.77	0.74	0.71	0.68	0.66
Stopa dywidendy (%)	0.0%	9.1%	2.9%	10.0%	11.0%	11.9%
Założenia	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przedsprzedaż	2,072	2,092	2,029	2,066	2,046	2,022
Przekazania	1,108	1,393	1,801	1,844	2,066	2,142


Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej rekomendacji są: (1) niższy niż oczekiwany poziom sprzedaży oraz liczby noworozpoczętych projektów, (2) wysoki poziom zadłużenia związany z projektami komercyjnymi, (3) opóźnienia w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń, (4) trudności w uzupełnianiu banku ziemi, (5) konieczność dokonania odpisów aktualizujących na nieruchomościach inwestycyjnych, (6) ryzyko spadku cen sprzedaży mieszkań

Analiza DuPont	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża zysku netto	20%	22%	21%	20%	20%	18%
Wskaźnik rotacji majątku	0.16	0.18	0.22	0.23	0.25	0.26
Dźwignia finansowa	2.11	2.21	2.28	2.27	2.21	2.15
ROE (%)	6.9%	8.5%	10.2%	10.6%	11.0%	10.2%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, *dane skoryg. o rewaluację oraz zmiany kursowe

LC Corp – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Waga (%)	Cena (PLN/akcję)
Cena docelowa - metoda DCF	50%	3.0
Cena docelowa - metoda porównawcza	25%	2.8
Cena docelowa - metoda SOTP	25%	3.1
Cena docelowa		3.0
Cena rynkowa		2.4
Potencjał wzrostu/spadku (%)		25%

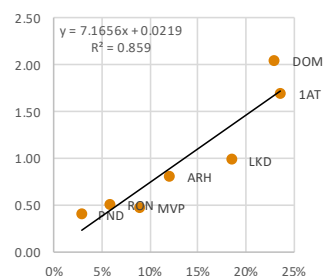
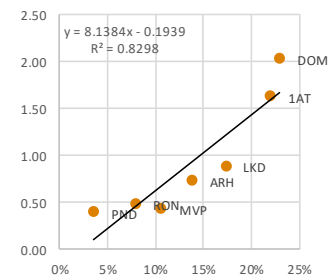
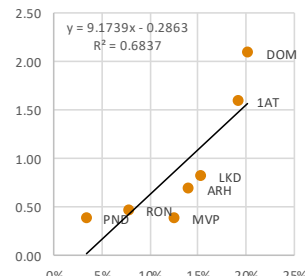
Wycena metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	WACC	2018-2022p	TV
Przychody	780.0	857.5	878.2	871.4	806.0	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
- Zmiana r/r	10%	10%	2%	-1%	-8%	Beta	1.9	1.9
EBITDA skoryg.*	228.7	246.9	237.9	238.6	215.4	Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
- Zmiana r/r	9%	8%	-4%	0%	-10%	Koszt kapitału własnego	12.2%	11.8%
EBIT skoryg.*	227.7	245.9	236.9	237.6	214.4	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Podatek od EBIT	-43.3	-46.7	-45.0	-45.1	-40.7	Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
NOPAT	184.4	199.2	191.9	192.5	173.7	Kosztu długu	6.5%	6.5%
- Zmiana r/r	9%	8%	-4%	0%	-10%	Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	Koszt długu po podatku	5.3%	5.3%
Zmiany w kapitale obrotowym	-34	4	-6	70	54	% D	42.8%	40.3%
Capex	-101	-67	-1	-1	-1	% E	57.2%	59.7%
Wolne przepływy finansowe	50.6	137.4	185.8	262.5	227.7	WACC	9.2%	9.2%
Czynnik dyskontowy (%)	96%	87%	80%	73%	67%			
Wartość bieżąca FCF	48.3	120.2	148.7	192.5	152.8			
Wartość bieżąca FCF 2018-2022	663							
St. wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%							
Zdyskontowana wartość rezydualna	1,284							
Wartość przedsiębiorstwa	1,947							
Kapitały mniejszości (koniec 4Q17)	0							
Dywidenda	0							
Dług netto (koniec 4Q17)	737							
Wartość kapitału własnego	1,209							
Liczba akcji (m)	447.6							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	2.7							
12M cena docelowa(PLN)	3.0							

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Średni ważony koszt kapitału (%)				
	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
0.0%	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5
0.5%	3.0	2.9	2.8	2.8	2.7
1.0%	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9
1.5%	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1
2.0%	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3

Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLN)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
			2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Dom Development	85.8	2,142	9.1	8.9	10.2	2.04	2.03	2.09	23%	23%	20%
Atal	37.3	1,443	7.4	7.6	8.4	1.69	1.63	1.59	24%	22%	19%
Archicom	15.0	384	7.0	5.6	5.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%
Lokum Deweloper	18.8	338	5.7	5.4	5.6	0.99	0.89	0.82	19%	17%	15%
Polnord	9.0	296	15.6	10.7	9.5	0.41	0.40	0.39	3%	4%	3%
Marvipol	4.8	199	5.8	4.3	3.3	0.48	0.43	0.38	9%	11%	12%
Ronson	1.1	179	7.8	6.3	6.1	0.51	0.49	0.47	6%	8%	8%
Mediana			7.4	6.3	6.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%
LC Corp	2.4	1,070	6.8	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	10%
Premia/Dyskonto			-8%	0%	9%	-13%	-8%	-4%	-12%	-20%	-27%
Implikowana wycena			2.6	2.4	2.2	2.7	2.6	2.5	2.6	2.5	2.3
Waga			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Średnia				2.4			2.6			2.5	
Implikowana cena akcji (PLN)	2.5										
12M cena docelowa (PLN)	2.8										

P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p

Wycena SOTP

Nieruchomości inw.	1,906.7
Arkady Wrocławskie	357.0
Wola Center	432.7
Sky Tower	517.7
Silesia I	143.8
Silesia II	122.4
Piłsudskiego	205.2
Skiermiewicka	127.9
Zapasy	1,049.9
Dług netto	865.0
Pozostałe zobow.	642.6
SOTP (PLNm)	1,449.0
SOTP/akcję (PLNm)	3.1

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, *wynik skoryg. o zysk z rewaluacji

Zmiana prognoz na lata 2018-2019p

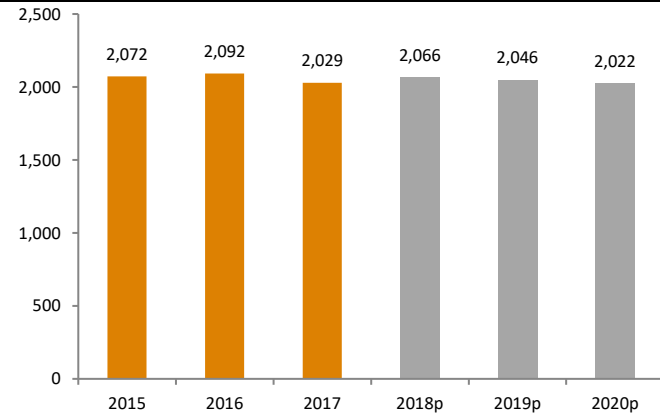
Tabela 10. LC Corp – Zmiana prognoz na lata 2018-19p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

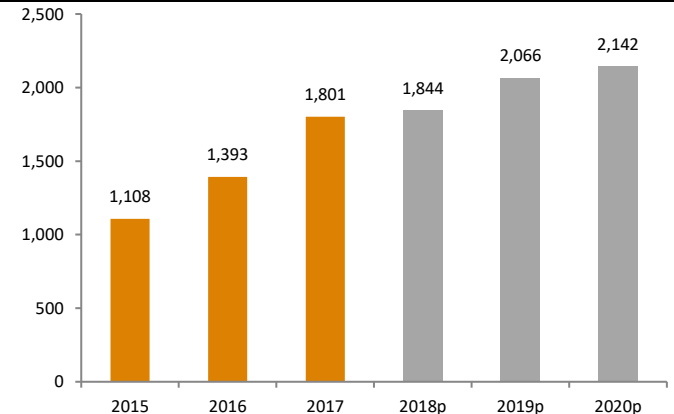
	2018p			2019p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)
Przedsprzedaż	2,066	2,123	-3%	2,046	2,099	-3%
Przekazania	1,844	2,196	-16%	2,066	2,293	-10%
Przeciętna wart. przekazanego lokalu	0.339	0.335	1%	0.333	0.308	8%
Przychody	780	888	-12%	857	871	-2%
Segment mieszkaniowy	625	736	-15%	687	707	-3%
Segment najmu	155	151	2%	170	164	4%
COGS	-499	-583	-14%	-556	-571	-3%
Zysk brutto ze sprzedaży	281	304	-8%	302	300	0%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	36%	34%	-	35%	34%	-
SG&A	-53	-45	19%	-56	-47	19%
Rewaluacje	14	43	-68%	31	32	-4%
EBITDA	243	304	-20%	278	286	-3%
EBIT	242	303	-20%	276	285	-3%
EBIT skoryg.*	228	260	-12%	246	253	-3%
<i>Marża operacyjna</i>	29%	29%	-	29%	29%	-
Koszty finansowe netto	-34	-37	-8%	-36	-38	-4%
Zysk brutto	208	266	-22%	240	248	-3%
Zysk netto	168	210	-20%	195	198	-2%
Zysk netto skoryg.*	157	176	-11%	170	173	-2%
<i>Marża netto skoryg.*</i>	20%	20%	-	20%	20%	-

Źródło: Prognozy Vestor DM, *wynik skoryg. o zyski z rewaluacji

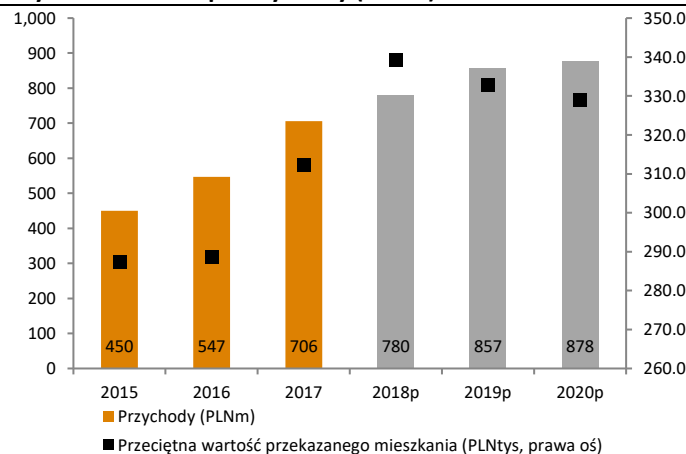
Prognozy finansowe i założenia

Wykres 39. LC Corp: Przeprowadzenia (liczba lokali)


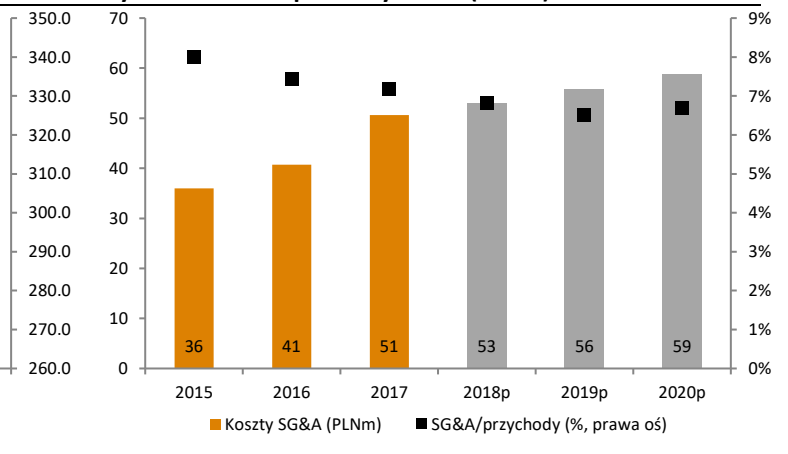
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 40. LC Corp: Przekazania (liczba lokali)


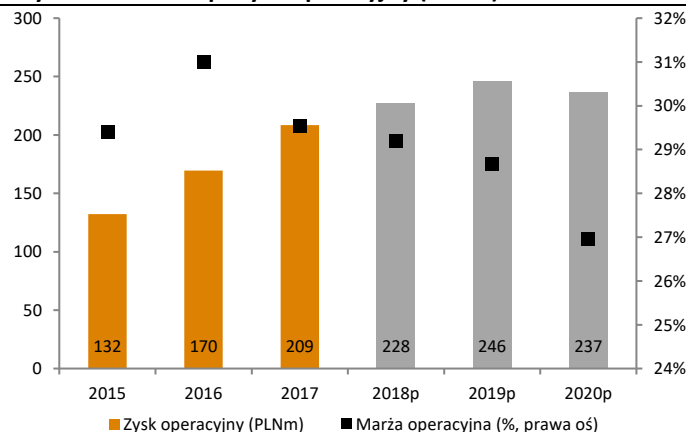
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 41. LC Corp: Przychody (PLNm)


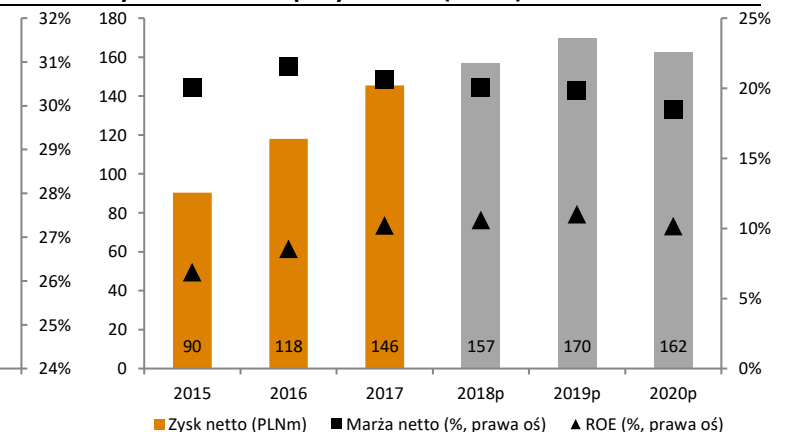
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 42. LC Corp: Koszty SG&A (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 43. LC Corp: Zysk operacyjny (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 44. LC Corp: Zysk netto (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Lokum Deweloper

Deweloperzy | Polska

Kupuj PLN 25 (+35%)

Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy przekazanie 856 lokali w 2018p i 929 w 2019p.
- Oczekujemy stopy dywidendy w wysokości 7.7% w 2019p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/E 5.7x i 5.4x w 2018-19p.

25 czerwca 2018 8:00

Rozwój w oparciu o posiadany bank ziemi

Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową dla Lokum Deweloper z PLN 23/akcję do PLN 25/akcję podtrzymując rekomendację Kupuj. Jako główny atut inwestycyjny LKD wskazujemy na bogaty bank ziemi (w połączeniu z ofertą ponad 7,500 lokali na koniec 1Q18) przy przeciętnym koszcie zakupu poniżej PLN 600/mkw. PUM, co naszym zdaniem pozwoli spółce na generowanie wysokich rentowności również w kolejnych okresach. Wraz z rosnącą liczbą przekazania (2017-20p CAGR 19%) oraz presją na marże (rosnące koszty GW) prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 60m w 2018p (podwyższenie prognozy o 3%) oraz PLN 63m w 2019p (obniżenie prognozy o 5%). Na naszych prognozach LKD obecnie wyceniany jest na P/E 5.7x w 2018p i 5.4x w 2019p, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Zakładając stopień wypłaty dywidendy 40% oczekujemy DPS PLN 1.44/akcję w 2019p i PLN 1.51/akcję w 2020p (DY odpowiednio 7.7% i 8.0%).

Bogaty, atrakcyjnie zakupiony bank ziemi (ok. 6-letnia sprzedaż). Na koniec 1Q18 Lokum Deweloper posiadał ofertę na 516 lokali oraz bank ziemi pozwalający na realizację ponad 7tys. lokali (vs. roczna przedsprzedaż ok. 1tys. lokali). W naszej ocenie posiadany przez spółkę grunt (przeciętny koszt zakupu ok. PLN 600/mkw. PUM) pozwoli spółce na utrzymanie wysokich rentowności również w kolejnych okresach. Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 10% do 1,084 lokali w 2018p oraz o 4% do 1,061 w 2019p.

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 60m w 2018p oraz obniżamy do PLN 63m w 2019p. Zgodnie z harmonogramem realizowanych inwestycji oczekujemy przekazania 856 lokali w 2018p (podwyższenie prognozy o 4%) oraz 929 w 2019p (obniżenie o 7%). Ze względu na strukturę przekazania oraz rosnące koszty budowy prognozujemy pogorszenie marży brutto ze sprzedaży z 40% w 2017r. do 34% i 33% w 2018-19p. Prognozujemy zysk netto PLN 60m w 2018p (podwyższenie prognozy o 3%) oraz PLN 63m w 2019p (obniżenie prognozy o 5%).

Polityka wypłaty dywidendy do 50% zysku netto. W naszych prognozach zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 40%, co implikuje DPS PLN 1.44/akcję i PLN 1.51/akcję w 2018-19p (DY 7.7% i 8.0%). Zakładając maksymalny stopień wypłaty dywidendy 50% DY wyniosłby odpowiednio 9.8% i 10.3%.

Wycena. Na naszych prognozach Lokum Deweloper wyceniany jest obecnie na P/E 5.7x w 2018p i 5.4x w 2019p z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Przy P/BV 0.99x i 0.89x w 2018-19p spółka generuje ROE odpowiednio w wysokości 19% i 17%. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj podwyższając 12M cenę docelową z PLN 23/akcję do PLN 25/akcję.

Tabela 11. Lokum Deweloper: Wybrane dane, 2015-2020p

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody (PLNm)	129	189	221	324	349	379
EBIT (PLNm)	38	34	69	88	91	87
Zysk netto (PLNm)	34	43	71	60	63	61
P/E (x)	9.8	7.9	4.7	5.7	5.4	5.6
P/BV (x)	1.61	1.40	1.13	0.99	0.89	0.82
Stopa dywidendy (%)	2.9%	4.1%	6.1%	4.5%	7.7%	8.0%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	25
Cena bieżąca (PLN)	18.8
Potencjał wzrostu/spadku	+35%
Poprz. cena docelowa	23
Data poprz. rekomendacji	14.12.2017
Min (52W) (PLN)	15.0
Max (52T) (PLN)	19.0
Kapitalizacja (PLNm)	338
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.16
BBG Ticker:	LKD PW

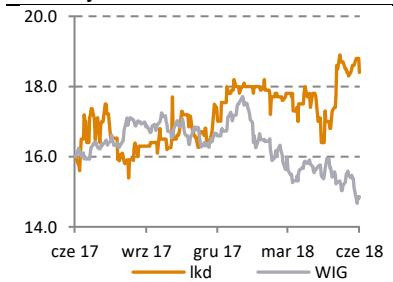
Akcjonariat

	%
Halit s.a.r.l.	83.89%
Pozostali	16.11%

Opis spółki

Lokum Deweloper jest deweloperem mieszkaniowym działającym na rynku wrocławskim oraz krakowskim oferującym mieszkania o podwyższonym standardzie.

Lokum Deweloper vs WIG 1R relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

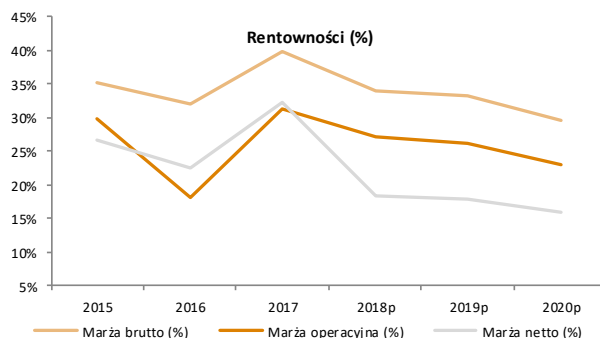
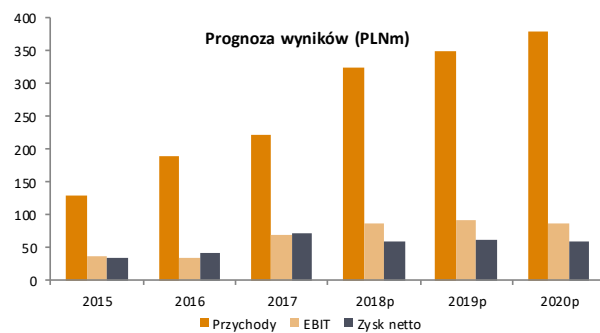
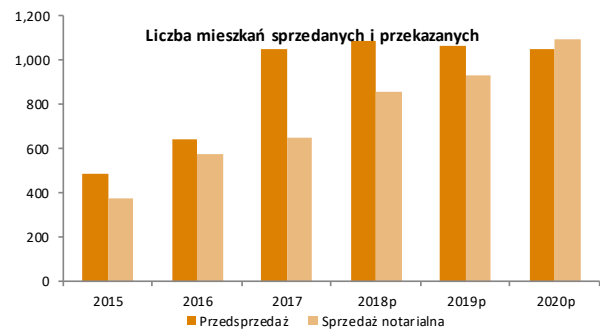
Lokum Deweloper – Wybrane dane, 2015-2020p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	129	189	221	324	349	379
Koszt własny sprzedaży	-84	-129	-133	-214	-233	-267
Zysk brutto ze sprzedaży	45	60	88	110	116	112
SG&A	-11	-16	-20	-23	-24	-25
Pozostała działalność oper.	4	-11	2	0	0	0
EBITDA	39	35	71	89	93	88
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
EBIT	38	34	69	88	91	87
Koszty finansowe netto	-1	-4	-7	-8	-7	-5
Zysk brutto	37	30	63	80	84	82
Podatek dochodowy	0	17	14	-15	-16	-16
Mniejszości i inne	3	4	5	5	5	5
Zysk netto	34	43	71	60	63	61
Dynamika wzrostu (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Wzrost przychodów (%)	2%	47%	17%	46%	8%	9%
Wzrost EBIT (%)	47%	-11%	103%	27%	4%	-5%
Wzrost zysku netto (%)	45%	24%	67%	-17%	5%	-3%
Marże (%)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża brutto (%)	35%	32%	40%	34%	33%	30%
Marża operacyjna (%)	30%	18%	31%	27%	26%	23%
Marża netto (%)	27%	23%	32%	18%	18%	16%
Bilans (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Rzeczowe aktywa trwałe	9	10	10	10	11	11
Wartości niematerialne	0	0	0	0	0	0
Inne aktywa trwałe	11	27	43	43	43	43
Środki pieniężne	99	56	135	139	111	87
Należności	21	35	51	72	77	76
Zapasy	174	256	331	394	429	449
Inne aktywa obrotowe	0	1	1	1	1	1
Aktywa razem	314	385	571	658	671	667
Dług krótkoterminowy	0	31	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe	9	18	26	42	46	53
Zaliczki otrzymane od klientów	21	17	62	85	92	82
Inne zobowiązania krótkoterminowe	0	1	1	1	1	1
Dług długoterminowy	69	70	174	174	134	94
Inne zobowiązania długoterminowe	5	6	9	9	9	9
Kapitały własne	210	241	299	343	380	414
Mniejszości	0	1	-2	4	9	14
Pasywa	314	385	571	658	671	667
Dług brutto	69	101	174	174	134	94
Dług netto	-30	45	39	36	23	7
Przepływy pieniężne (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Zysk netto	34	43	71	60	63	61
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
Zmiany w kapitale obrotowym	-33	-91	-36	-46	-30	-23
Inne zmiany niepieniężne	3	-9	-2	15	14	12
Przepływy z działalności operacyjnej	5	-56	35	30	48	51
Nakłady inwestycyjne	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Inne przepływy inwestycyjne	3	1	1	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	3	0	0	-1	-1	-1
Zmiany w kapitale własnym netto	35	0	0	0	0	0
Zmiany zadłużenia netto	38	31	73	0	-40	-40
Dywidendy	-10	-14	-20	-15	-26	-27
Inne przepływy finansowe	-3	-4	-8	-10	-8	-6
Przepływy z działalności finansowej	60	13	44	-25	-74	-73
Zmiana stanu gotówki	67	-43	79	4	-28	-24
Wskaźniki na akcję	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Liczba akcji (średnia, mln)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
EPS (PLN)	1.91	2.38	3.97	3.31	3.48	3.38
BVPS (PLN)	11.66	13.42	16.60	19.07	21.11	22.97
DPS (PLN)	0.54	0.78	1.14	0.84	1.44	1.51
Dźwignia i stopy zwrotu	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Dług netto/EBITDA (x)	-0.76	1.28	0.56	0.40	0.25	0.08
Dług netto/kapitały własne (x)	-0.14	0.19	0.13	0.10	0.06	0.02
ROA (%)	13.4%	12.2%	14.9%	9.7%	9.4%	9.1%
ROIC (%)	19.2%	11.9%	18.0%	19.9%	18.9%	17.1%
ROE (%)	19.4%	19.0%	26.4%	18.5%	17.3%	15.3%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
P/E (x)	9.8	7.9	4.7	5.7	5.4	5.6
EV/EBITDA (x)	7.8	10.9	5.3	4.2	3.9	3.9
EV/Sprzedaż (x)	2.4	2.0	1.7	1.2	1.0	0.9
P/BV (x)	1.61	1.40	1.13	0.99	0.89	0.82
Stopa dywidendy (%)	2.9%	4.1%	6.1%	4.5%	7.7%	8.0%

Założenia	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przedsprzedaż	486	645	1,052	1,084	1,061	1,048
Sprzedaż notarialna	377	576	646	856	929	1,094


Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej rekomendacji są: (1) niższy niż oczekiwany poziom sprzedaży oraz liczby noworozpoczynanych projektów, (2) opóźnienia w realizacji nowych projektów oraz w pozyskiwaniu pozwoleń administracyjnych, (3) trudności w nabywaniu nowych gruntów, (4) wzrost kosztu gruntów i generalnego wykonawstwa, (5) spadek cen sprzedaży mieszkań

Analiza DuPont	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża zysku netto	27%	23%	32%	18%	18%	16%
Wskaźnik rotacji majątku	0.50	0.54	0.46	0.53	0.52	0.57
Dźwignia finansowa	1.45	1.55	1.77	1.91	1.84	1.69
ROE (%)	19.4%	19.0%	26.4%	18.5%	17.3%	15.3%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Lokum Deweloper – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Waga (%)	Cena (PLN/akcję)
Cena docelowa - metoda DCF	75%	26
Cena docelowa - metoda porównawcza	25%	24
Cena docelowa		25
Cena rynkowa		18.8
Potencjał wzrostu/spadku (%)		35%

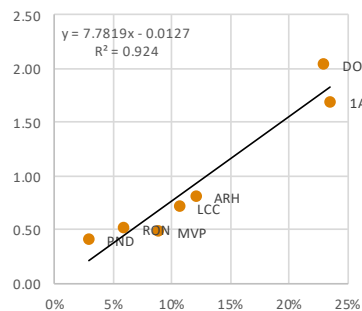
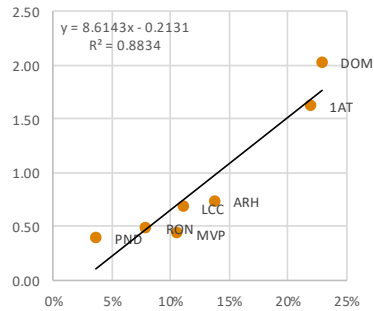
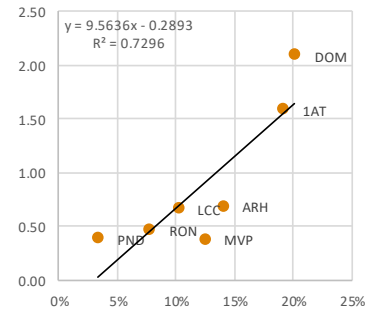
Wycena metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	WACC	2018-2022p	TV
Przychody	324.0	348.5	378.7	364.6	284.8	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
- Zmiana r/r	46%	8%	9%	-4%	-22%	Beta	1.5	1.2
EBITDA	89.3	92.8	88.4	83.3	52.1	Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
- Zmiana r/r	26%	4%	-5%	-6%	-38%	Koszt kapitału własnego	10.1%	8.8%
EBIT	88.0	91.5	87.1	82.0	50.7	Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Podatek od EBIT	-16.7	-17.4	-16.5	-15.6	-9.6	Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
NOPAT	71.3	74.1	70.5	66.4	41.1	Kosztu długu	6.5%	6.5%
- Zmiana r/r	-16%	4%	-5%	-6%	-38%	Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	Koszt długu po podatku	5.3%	5.3%
Zmiany w kapitale obrotowym	-46	-30	-23	-39	-41	% D	36.9%	17.3%
Capex	-1	-1	-1	-1	-2	% E	63.1%	82.7%
Wolne przepływy finansowe	25.5	44.2	47.9	26.8	-0.1	WACC	8.3%	8.2%
Czynnik dyskontowy (%)	96%	89%	82%	75%	70%			
Wartość bieżąca FCF	24.4	39.1	39.1	20.2	-0.1			
Wartość bieżąca FCF 2018-2022p	123							
St. wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%							
Zdyskontowana wartość rezydualna	353							
Wartość przedsiębiorstwa	476							
Kapitały mniejszości (koniec 4Q17)	-2							
Dywidenda (2018r.)	15							
Dług netto (koniec 4Q17)	40							
Wartość kapitału własnego	423							
Liczba akcji (m)	18.0							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	23.5							
12M cena docelowa (PLN)	25.9							

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	0.5%	24	24	23	23	22
	1.0%	25	25	24	24	24
	1.5%	27	26	26	25	25
	2.0%	29	28	27	27	26

Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena Kapitalizacja		P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
	(PLN)	(PLN)	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Dom Development	85.8	2,142	9.1	8.9	10.2	2.04	2.03	2.09	23%	23%	20%
Atal	37.3	1,443	7.4	7.6	8.4	1.69	1.63	1.59	24%	22%	19%
LC Corp	2.4	1,070	6.8	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	10%
Archicom	15.0	384	7.0	5.6	5.1	0.81	0.74	0.69	12%	14%	14%
Polnord	9.0	296	15.6	10.7	9.5	0.41	0.40	0.39	3%	4%	3%
Marvipol	4.8	199	5.8	4.3	3.3	0.48	0.43	0.38	9%	11%	12%
Ronson	1.1	179	7.8	6.3	6.1	0.51	0.49	0.47	6%	8%	8%
Mediana			7.4	6.3	6.6	0.71	0.68	0.66	11%	11%	12%
Lokum Deweloper	18.8	338	5.7	5.4	5.6	0.99	0.89	0.82	19%	17%	15%
Premia/Dyskonto			-24%	-14%	-15%	39%	31%	23%	75%	57%	23%
Implikowana wycena			25	22	22	14	14	15	27	27	27
Waga			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Średnia				23			14			27	
Implikowana cena akcji (PLN)	21.5										
12M cena docelowa (PLN)	23.6										

P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p

P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

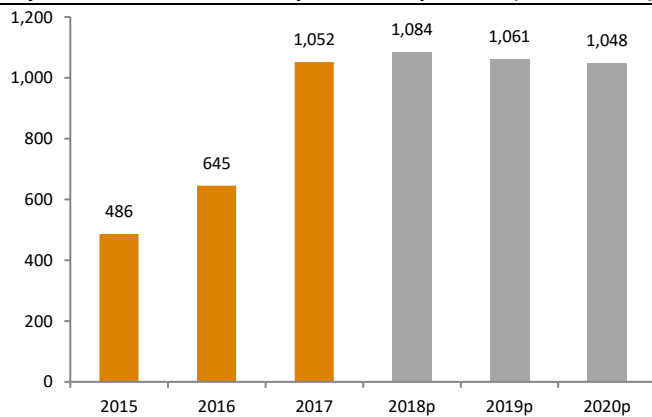
Zmiana prognoz na 2018-19p

Tabela 12. Lokum Deweloper – Zmiana prognoz na lata 2018-19p
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

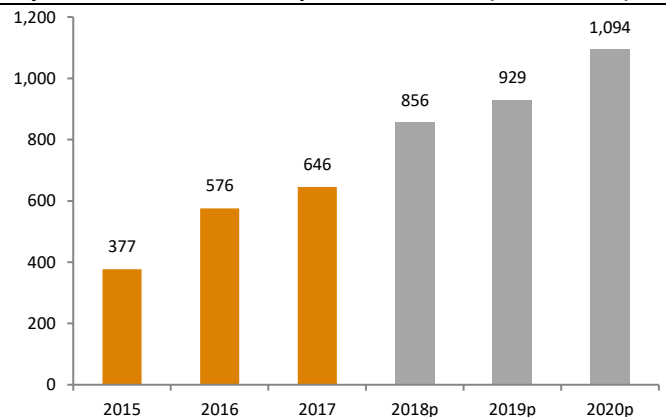
	2018p			2019p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)
Przedsprzedaż	1,084	983	10%	1,061	1,019	4%
Przekazania	856	821	4%	929	1,001	-7%
Przeciętna wart. przekazanego lokalu	0.379	0.388	-3%	0.375	0.387	-3%
Przychody	324	319	2%	349	387	-10%
Koszt własny sprzedaży	-214	-210	2%	-233	-265	-12%
Zysk brutto ze sprzedaży	110	109	1%	116	122	-5%
SG&A	-23	-22	2%	-24	-24	-1%
EBITDA	89	88	2%	93	99	-6%
EBIT	88	87	1%	91	97	-6%
Koszty finansowe netto	-8	-9	-10%	-7	-9	-17%
Zysk brutto	80	78	3%	84	89	-5%
Podatek dochodowy	-15	-15	3%	-16	-17	-5%
Mniejszości i inne	5	5	3%	5	6	-5%
Zysk netto	60	58	3%	63	66	-5%

Źródło: Prognozy Vestor DM

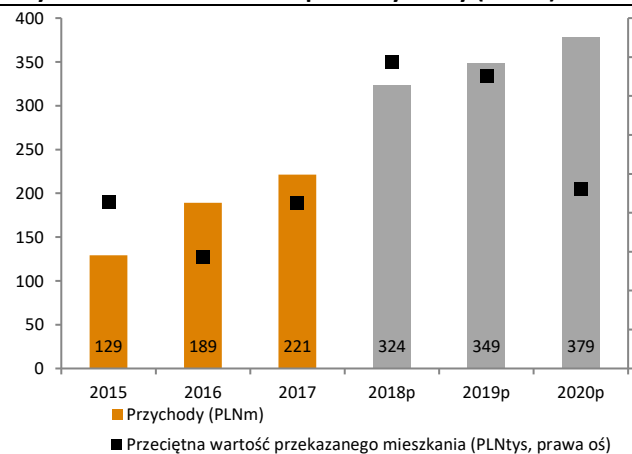
Prognozy finansowe i założenia

Wykres 45. Lokum Deweloper: Przesprzedaż (liczba lokali)


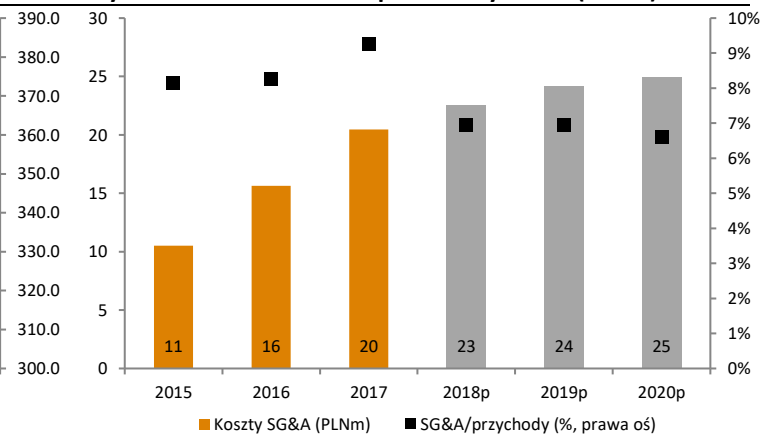
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 46. Lokum Deweloper: Przekazania (liczba lokali)


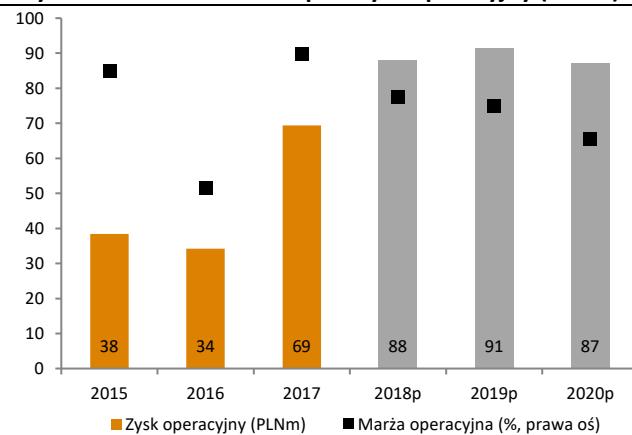
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 47. Lokum Deweloper: Przychody (PLNm)


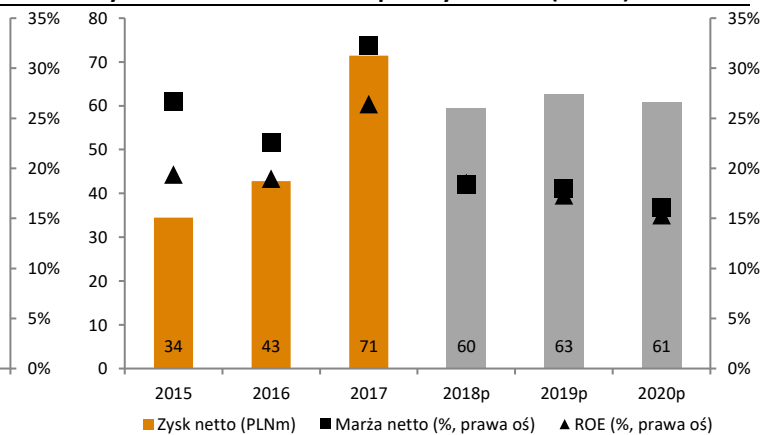
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 48. Lokum Deweloper: Koszty SG&A (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 49. Lokum Deweloper: Zysk operacyjny (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 50. Lokum Deweloper: Zysk netto (PLNm)


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych

Niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odwołania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożenia, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEŃ/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIAD CZYŁ. NA RZEC EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku ani roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć w inwestowaniu w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę.

Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakikolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowywali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 6 rekomendacji Kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 3 rekomendacje Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 5 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikację handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w

odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vektor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 31 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA DOM DEVELOPMENT S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 14 GRUDNIA 2017 ROKU I WSKAZYWAŁA KIERUNEK REKOMENDACYJNY AKUMULUJ.

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA LC CORP S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 14 GRUDNIA 2017 ROKU I WSKAZYWAŁA KIERUNEK REKOMENDACYJNY KUPUJ.

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA ATAL S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 14 GRUDNIA 2017 ROKU I WSKAZYWAŁA KIERUNEK REKOMENDACYJNY NEUTRALNIE.

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA LC CORP S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 14 GRUDNIA 2017 ROKU I WSKAZYWAŁA KIERUNEK REKOMENDACYJNY KUPUJ.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vektor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vektor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vektor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vektor DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vektor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vektor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vektor DM.

Copyright © 2018 Vektor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vektor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vektor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

- i. Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vektor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vektor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;
- ii. Niezależność wynagrodzeń: Vektor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- iii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vektor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vektor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający zapewnienie sprawozdawczości o wyłączone informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vektor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iv. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vektor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vektor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- v. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vektor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- vi. Chińskie mury: Vektor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vektor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vektor DM opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu rekomendacji Vektor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdykontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdykontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdykontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdykontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdykontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analizy musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywalnych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozapracownicza, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywalnych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są prawdopodobieństwa. Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoco subiektywne, a analiza wysoco wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdykontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdykontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdykontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdykontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdykontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdykontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdykontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ (zysk operacyjny + amortyzacja)

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

ROA – zwrot na aktywach
COE – koszt kapitału własnego
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
41/2017	Colian	2017-06-30	Marcin Stebakow	3.48	3.50	Brak	12M
42/2017	Marvipol	2017-07-13	Marek Szymański	18.0	12.7	Brak	12M
43/2017	PKO BP	2017-07-24	Michał Fidelus	34.0	35.8	Redukuj	12M
44/2017	Pekao	2017-07-24	Michał Fidelus	140.0	128.0	Akumuluj	12M
45/2017	BZ WBK	2017-07-24	Michał Fidelus	349.0	362.5	Redukuj	12M
46/2017	mBank	2017-07-24	Michał Fidelus	380.0	460.0	Sprzedaj	12M
47/2017	ING BSK	2017-07-24	Michał Fidelus	191.0	189.0	Neutralnie	12M
48/2017	Handlowy	2017-07-24	Michał Fidelus	71.0	68.1	Neutralnie	12M
49/2017	Millennium	2017-07-24	Michał Fidelus	7.1	7.5	Redukuj	12M
50/2017	Alior	2017-07-24	Michał Fidelus	68.0	60.5	Akumuluj	12M
51/2017	Getin Noble Bank	2017-07-24	Michał Fidelus	1.58	1.45	Neutralnie	12M
52/2017	Grupa Azoty	2017-07-28	Katarzyna Włodarczyk	75.0	67.6	Akumuluj	12M
53/2017	JSW	2017-08-09	Marcin Stebakow	102.0	90.5	Kupuj	12M
54/2017	Ciech	2017-08-10	Katarzyna Włodarczyk	68.0	62.5	Neutralnie	12M
55/2017	Lotos	2017-08-21	Beata Szparaga-Waśniewska	56.0	51.0	Neutralnie	12M
56/2017	Getback	2017-08-25	Michał Fidelus	26.6	21.8	Akumuluj	12M
57/2017	KGHM	2017-08-28	Marcin Stebakow	153.0	126.0	Kupuj	12M
58/2017	Wawel	2017-08-30	Marcin Stebakow	1153	990	Kupuj	12M
59/2017	Mercator Medical	2017-09-07	Aleksandra Jakubowska	23.1	18.0	Brak	12M
60/2017	Kruk	2017-09-14	Michał Fidelus	340.0	311.0	Akumuluj	12M
61/2017	Bogdanka	2017-09-21	Marcin Stebakow	95.0	78.0	Kupuj	12M
62/2017	JSW	2017-09-28	Marcin Stebakow	107	93	Kupuj	12M
63/2017	MZN Property	2017-10-04	Aleksandra Jakubowska	2.0	1.45	Brak	12M
64/2017	Warimpex	2017-10-11	Marek Szymański	7.3	6.73	Brak	12M
65/2017	ATC Cargo	2017-10-13	Marcin Stebakow	3.0	2.0	Brak	12M
66/2017	LPP	2017-10-19	Marek Szymański	6962.0	7960.0	Sprzedaj	12M
67/2017	CCC	2017-10-19	Marek Szymański	322.0	265.3	Kupuj	12M
68/2017	PKO BP	2017-10-24	Michał Fidelus	35.0	36.7	Redukuj	12M
69/2017	Pekao	2017-10-24	Michał Fidelus	139	125.2	Akumuluj	12M
70/2017	BZ WBK	2017-10-24	Michał Fidelus	370	356	Neutralnie	12M
71/2017	mBank	2017-10-24	Michał Fidelus	393	452.5	Redukuj	12M
72/2017	ING BSK	2017-10-24	Michał Fidelus	193	191.2	Neutralnie	12M
73/2017	Handlowy	2017-10-24	Michał Fidelus	75.0	70.0	Neutralnie	12M
74/2017	Millennium	2017-10-24	Michał Fidelus	7.7	7.55	Neutralnie	12M
75/2017	Alior Bank	2017-10-24	Michał Fidelus	80.0	70.2	Kupuj	12M
76/2017	Getin Noble	2017-10-24	Michał Fidelus	1.40	1.53	Redukuj	12M
77/2017	Marvipol	2017-10-30	Marek Szymański	19.0	13	Brak	12M
78/2017	KGHM	2017-11-23	Marcin Stebakow	134	114.25	Kupuj	12M
79/2017	JSW	2017-11-29	Marcin Stebakow	86.8	90.2	Redukuj	12M
80/2017	Vigo System	2017-12-05	Beata Szparaga-Waśniewska	455	305	Brak	12M
81/2017	LW Bogdanka	2017-12-07	Marcin Stebakow	75	95	Akumuluj	12M
82/2017	Śnieżka	2017-12-08	Aleksandra Jakubowska	63	69	Brak	12M
83/2017	Dom Development	2017-12-14	Marek Szymański	90	83.4	Akumuluj	12M
84/2017	Atal	2017-12-14	Marek Szymański	43	41.0	Neutralnie	12M
85/2017	LC Corp	2017-12-14	Marek Szymański	3.3	2.7	Kupuj	12M
86/2017	Robyg	2017-12-14	Marek Szymański	4.1	3.5	Akumuluj	12M
87/2017	Lokum Deweloper	2017-12-14	Marek Szymański	23	16.55	Kupuj	12M
88/2017	Archicom	2017-12-14	Marek Szymański	23	15.39	Brak	12M
1/2018	PKO BP	2018-01-08	Michał Fidelus	45	44.3	Neutralnie	12M
2/2018	Pekao	2018-01-08	Michał Fidelus	152	134.3	Kupuj	12M
3/2018	BZ WBK	2018-01-08	Michał Fidelus	442	408.4	Akumuluj	12M
4/2018	mBank	2018-01-08	Michał Fidelus	443	496	Sprzedaj	12M
5/2018	ING BSK	2018-01-08	Michał Fidelus	222	215	Neutralnie	12M
6/2018	Handlowy	2018-01-08	Michał Fidelus	86	83	Neutralnie	12M
7/2018	Millenium	2018-01-08	Michał Fidelus	8.9	9.4	Redukuj	12M
8/2018	Alior	2018-01-08	Michał Fidelus	87	78	Akumuluj	12M
9/2018	Getin Noble Bank	2018-01-08	Michał Fidelus	1.55	1.71	Redukuj	12M
10/2018	PKN	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	117	106.7	Neutralnie	12M
11/2018	Lotos	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	54	57.4	Redukuj	12M
12/2018	PKP Cargo	2018-02-14	Marcin Stebakow	68	58.8	Kupuj	12M
13/2018	BZ WBK	2018-02-21	Michał Fidelus	436	385.8	Kupuj	12M
14/2018	Wielton	2018-02-23	Marcin Górnik	15.3	12.36	Kupuj	12M
15/2018	Selvita	2018-03-20	Beata Szparaga-Waśniewska	85	59	Brak	12M
16/2018	JSW	2018-03-22	Marcin Stebakow	99	95.3	Neutralnie	12M
17/2018	Marvipol Development	2018-03-26	Marek Szymański	8.9	8.7	Brak	12M
18/2018	Kruk	2018-03-28	Michał Fidelus	286	208	Kupuj	12M
19/2018	British Automotive Holding	2018-03-28	Marek Szymański	10.5	8.3	Brak	12M
20/2018	Aplisens	2018-04-04	Michał Wojciechowski	15.1	12.9	Kupuj	12M
21/2018	Wielton	2018-04-05	Marcin Górnik	16.0	13.7	Kupuj	12M
22/2018	KGHM	2018-04-16	Marcin Stebakow	110.0	92.0	Kupuj	12M
23/2018	LPP	2018-04-18	Marek Szymański	9000	8965	Neutralnie	12M
24/2018	CCC	2018-04-18	Marek Szymański	310	272	Kupuj	12M
25/2018	mBank	2018-04-19	Michał Fidelus	441	439	Neutralnie	12M
26/2018	AC	2018-04-23	Marcin Górnik	38.5	40.8	Redukuj	12M
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M