

Dyskonto do NAV

Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW

Utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj dla akcji PHN z ceną docelową na poziomie 21,1 zł. Uważamy, że emisja obligacji o wartości 160 mln PLN umożliwiła rozpoczęcie budowy projektów, które do tej pory nie były realizowane w oczekiwanej skali. PHN zainicjował budowę swojego flagowego budynku biurowego Skysawa (ok. 40 tys. GLA), co może przełożyć się na rozpoznanie pierwszej rewaluacji w 2 połowie 2019P. Firma uzyskała również pozwolenie na budowę budynku Intraco Prime (14 tys. GLA), co naszym zdaniem stanowi kamień milowy w procesie realizacji tego obiektu. Nadal uważamy, że ok. 70% dyskonta do wartości księgowej jest nieuzasadnione, biorąc pod uwagę spodziewany wzrost zysków i zadłużenie poniżej poziomu spółek porównywalnych.

Wyniki 2 kw. 2019r. Zyski w 2 kwartale 2019 były powyżej naszych oczekiwań. Zaskoczeniem było rozpoznanie 5 mln zł zysku ze spółki JV oraz 7,4 mln zł zysku z rewaluacji. Z drugiej strony, 1,5 mln zł pozostałych kosztów operacyjnych oraz relatywnie wysokie koszty finansowe okazały się negatywnym zaskoczeniem.

Prognozy finansowe. Podnosimy średnioterminową prognozę EBIT, ponieważ uwzględniamy kontrybucję niedawno nabytych budynków biurowych za kwotę 30,8 mln EUR (zlokalizowane w Wilanowie, umowa z Polnordem) i wyższy niż oczekiwano EBIT za I półr.. Zwiększyliśmy nasze szacunki kosztów finansowych ze względu na sfinansowany długiem zakup wyżej wymienionych budynków oraz wyższe niż oczekiwano koszty finansowe w 1 poł. 2019 roku. Nasza prognoza zysku netto na 2019 r. wzrasta o 23% i pozostaje niezmienną w 2020 r. i później.

Biznes mieszkaniowy poprawi wyniki w 2020 r. Firma planuje zakończyć budowę pierwszego etapu projektu Vis-a-Vis Wola i projektu Yacht Park w 2019P. Pozytywnie oceniamy wielkość sprzedaży (odpowiednio ok. 100% / 50% sprzedanych mieszkań). Oczekujemy, że spółka osiągnie całkowity zysk z segmentu mieszkaniowego w wysokości 62 mln zł w 2H19P-21P. Widzimy potencjał wzrostu naszej prognozy ze względu na konserwatywny charakter naszych szacunków marży brutto na poziomie 18%.

Czynniki ryzyka: (1) potencjalne rozwodnienie z powodu planowanej emisji akcji, (2) wysoka wrażliwość na stopy procentowe (negatywny wpływ podwyżki stóp), (3) osłabienie kursu EUR / PLN, (4) częściowo nienowoczesny zasoby biurowe.

Dividenda. PHN regularnie wypłaca dywidendę. Spółka planuje utrzymać politykę dywidendową zakładającą wypłatę do 40% zysku netto. W 2018 r. dywidenda wyniosła 0,28 zł na akcję, a w 2019 r. 0,41 zł.

Dyskonto do NAV. PHN jest notowany z 70% dyskontem do NAV. Część tego dyskonta może być uzasadniona ze względu na niższe ROE generowane przez PHN w porównaniu do spółek porównywalnych. Uważamy jednak, że Spółka zasługuje na niższe dyskonto z powodu (1) niskiego zadłużenia, (2) regularnej wypłaty dywidendy, (3) rewaluacji z planowanych projektów biurowych.

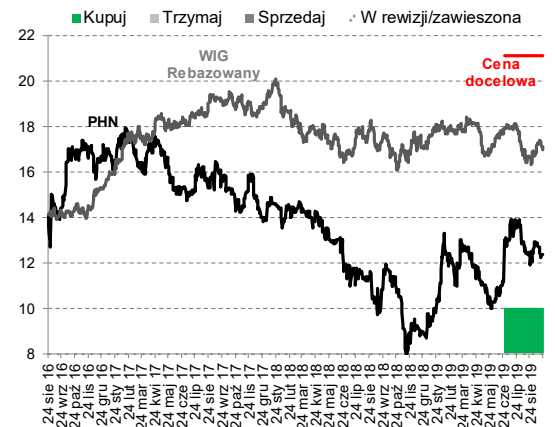
Wycena. Nasza cena docelowa pozostaje niezmienną. Wyceniamy PHN metodą SOTP. Nieruchomości generujące dochód szacujemy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Przyjmujemy 50% dyskonta do wartości księgowej nieruchomości wymagających optymalizacji. Projekty deweloperskie/grunty wyceniamy według wartości księgowej z 10% dyskontem. W przypadku aktywów przeznaczonych do sprzedaży zakładamy 25% dyskonta do wartości księgowej. Realizacja projektów inwestycyjnych może podnieść naszą wycenę. Z drugiej strony planowana emisja akcji może negatywnie wpłynąć na wycenę.

PHN: Podsumowanie finansowe

PLN mln	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	159	169	199	353	315	194
Rewaluacje	-19	14	9	0	0	0
EBIT	37	65	80	103	96	85
Zysk netto	31	48	47	56	49	36
P/E (x)	23,7	11,9	12,2	10,1	11,6	15,9
P/BV (x)	0,38	0,29	0,28	0,28	0,27	0,27
Stopa dywidendy	1,6%	2,2%	3,4%	3,1%	3,7%	3,3%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, 2017-2018 mnożniki kalkulowane na średnich cenach

PHN	Kupuj (podtrzymana)
Cena (PLN, 23 września 2019)	11,8
Cena docelowa (PLN, 12M)	21,1
Kapitalizacja (PLN mln)	552
Free float (%)	30,3
Liczba akcji (PLN mln)	46,8
Średni dzienny obrót 3M	0,1



Wykres kursu akcji w relacji do zmian indeksu WIG.

Analitik

Adrian Kyrcc

Analitik akcji

+48 22 586 81 59 adrian.kyrcc@santander.pl

Prognozy finansowe

Rys. 1. PHN: Zmiany prognoz finansowych

PLNm	2019P			2020P			2021P		
	Nowa Poprzednia	Zmiana		Nowa Poprzednia	Zmiana		Nowa Poprzednia	Zmiana	
Sprzedaż	199	193	3%	353	345	2%	315	306	3%
EBITDA	82	68	20%	104	90	16%	97	83	17%
EBIT	80	69	17%	103	91	13%	96	84	14%
Zysk netto	47	38	23%	56	56	1%	49	49	0%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Wycena SOTP

Rys. 2. PHN: Wycena SOTP

PLNm	Wartość księgowa (mln zł)	Dochód operacyjny (mln zł)	Yield/dyskonto	Szacowana wycena (mln zł)
Projekty pozostające w portfolio	1265	98	10%	980
Projekty wymagające optymalizacji	233		50%	116
Projekty deweloperskie/grunty	920		10%	828
Aktywa do sprzedaży	124		25%	93
Łącznie:	2542			2018
Dług odsetkowy (2 kwartał 2019 r.)	915			915
Gotówka (2 kwartał 2019 r.)*	259			240
Rezerwy i pozostałe zobowiązania	312			312
Szacowana wartość				1020
Szacowana wartość na akcję (zł)				21,1

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, * skorygowane o dywidendę wypłaconą w 3 kw. 2019 r.

Rys. 3. PHN: SOTP podsumowanie wyceny

PLN	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena SOTP na akcję/Cena docelowa	21,1	21,1	0%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Rys. 4. PHN: Podsumowanie wyceny porównawczej

Wycena porównawcza PHN	C/WK	Wartość księgowa PHN na akcję w zł (2 kwartał 2019 r)	Implikowana wycena PHN na akcję w zł
Mediana deweloperów komercyjnych notowanych na GPW	0,68		29,9
Mediana zagranicznych deweloperów komercyjnych	0,86	43,9	37,8
Mediana deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW	0,76		33,4
Średnia			33,7

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Podsumowanie wyceny

Rys. 5. PHN: Zmiany wyceny

PLN na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
SOTP	21,1	21,1	0%
Wycena porównawcza	33,7	33,3	1%
Wycena*	21,1	21,1	0%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, * 100% SOTP

Dane finansowe

Rys. 6. PHN: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sprzedaż	159	169	199	353	315
Koszty bezpośrednie	-76	-83	-93	-217	-185
Zysk brutto	83	86	106	137	130
Koszty administracyjne	31	32	35	34	34
Pozostała działalność operacyjna	-15	12	10	0	0
EBITDA	38	67	82	104	97
EBIT	37	65	80	103	96
Przychody finansowe netto (koszty) i inne	-9	-7	-23	-33	-35
Zysk przed opodatkowaniem	28	58	57	69	61
CIT	-2	-11	-10	-13	-12
Zysk netto	31	48	47	56	49

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 7. PHN: Bilans

PLN mln	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa krótkoterminowe	238	286	245	310	284
Aktywa długoterminowej	2405	2497	2667	2840	2944
Aktywa razem	2643	2783	2911	3149	3227
Zobowiązania krótkoterminowe	100	315	415	565	565
Zobowiązania finansowe	486	379	379	429	479
Zobowiązania długoterminowe	530	420	420	470	520
Zobowiązania finansowe	20	150	250	400	400
Kapitał własny	2013	2048	2076	2114	2142
Zobowiązania razem	2643	2783	2911	3149	3227
Aktywa długoterminowej	402	414	556	691	767

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 8. PHN: Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy operacyjne	70	83	62	91	86
Przepływy inwestycyjne	10	-57	-162	-175	-105
Przepływy finansowe	-52	-16	58	149	-7
Dywidendy	-12	-13	-19	-18	-21
Zmiana stanu gotówki	28	10	-42	65	-26

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 9. PHN: Marże

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Marża brutto	45%	52%	51%	53%	39%	41%	62%
Marża EBITDA	26%	24%	39%	41%	29%	31%	45%
Marża EBIT	26%	23%	39%	40%	29%	30%	44%
Marża netto	18%	20%	28%	24%	16%	16%	19%
Marża na wynajmie	50%	54%	53%	60%	60%	60%	62%
Marża mieszkaniowa	-	-	-	18%	18%	18%	-

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 10. PHN: Wyniki kwartalne

PLN mln	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q
Sprzedaż	40.4	40.4	43.8	43.0	43.1	43.0	6%	0%
<i>Najem</i>	38.6	39.6	41.3	40.5	41.6	40.5	2%	-3%
<i>Sprzedaż mieszkań</i>	0.0	0.0	0.1	0.5	0.0	0.1	-	-
<i>Pozostałe</i>	1.8	2.2	2.4	2.0	1.5	2.4	-	-
Zysk brutto	21.1	22.3	23.4	19.2	24.8	24.1	8%	-3%
<i>Najem</i>	20.6	22.1	22.9	19.0	24.8	24.2	10%	-2%
<i>Sprzedaż mieszkań</i>	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-	-
<i>Pozostałe</i>	0.5	0.2	0.4	0.2	0.0	-0.1	-	-
Rewaluacje	2.5	14.7	-10.9	7.4	1.5	7.4	-	-
EBITDA	17.4	25.8	7.9	15.3	20.2	21.1	-18%	4%
<i>EBITDA marża</i>	43.1%	63.9%	18.0%	35.6%	46.9%	49.1%	-14.8	2.2
EBIT	17.1	25.5	7.6	15.0	19.9	20.8	-18%	5%
<i>EBIT marża</i>	42.3%	63.1%	17.4%	34.9%	46.2%	48.4%	-14.7	2.2
Skorygowany EBIT*	14.6	10.8	18.5	7.6	18.4	13.4	24%	-27%
Zysk netto	12.7	20.0	5.2	9.9	12.7	14.8	-26%	17%
<i>Zysk netto marża</i>	31.4%	49.5%	11.9%	23.0%	29.5%	34.4%	-15.1	5.0

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, *skorygowane o zyski straty z rewaluacji

Santander Biuro Maklerskie

Jana Pawla II Avenue 17
00-854 Warszawa
fax. (+48) 22 586 81 09

Zespół Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, Head <i>Strategy, Banks, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst</i> <i>Telecommunications, Metals & Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Adviser</i> <i>Equity Analyst, Industrials, BioTech, Video Games</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA <i>Equity Analyst</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst</i> <i>Construction, Real Estate, Oil&Gas</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst</i> <i>Pharma, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst</i> <i>Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

Zespół Sprzedaży Instytucjonalnej

Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales</i> <i>Securities Broker, Investment Advisor</i>	tel. (+48) 22 586 80 82	mateusz.choromanski@santander.pl
Robert Chudala	tel. (+48) 22 586 85 14	robert.chudala@santander.pl
Alex Kamiński	tel. (+48) 22 586 80 63	alex.kaminski@santander.pl
Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 87	marek.wardzynski@santander.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w **Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa**, zarejestrowany w **Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 000008723, NIP: 896-000-56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł**. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – t.j. 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 2018 r., poz. 512 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417 – t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinie zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż 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, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.bm.santander.pl w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacji Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV - wartość księgowa
ROE – zwrot na kapitale własnym
P/BV – cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych 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 analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych 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, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczytach lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

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

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajdujące się pod adresem: <https://bm.santander.pl/global-statistics.html>.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie 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 wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumentacie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Polski Holding Nieruchomości S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć osoby, które posiadają pozycje długie lub krótkie netto na akcjach Emitenta lub instrumentach finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

Santander Biuro Maklerskie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora Emitenta.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami

finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następných dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.