

**Partycypacja w hossie mieszkaniowej**

**Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW**

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do PHN utrzymując rekomendację Kupuj i podwyższając cenę docelową do 19,9 zł. PHN uczestniczy w hossie mieszkaniowej w Polsce. Spółka osiągnęła mocne 30% + marży brutto w segmencie mieszkaniowym w 4Q20. Szacujemy również wzrost liczby przekazania do 427 lokali w 2022P z 124 w 2021P. Sądzymy, że zbliża się okres przednajmu głównych flagowych projektów biurowych Skysawa i Intraco, co może implikować pozytywne przeszacowanie nieruchomości. PHN jest wciąż notowany z ok. 70% dyskontem w stosunku do wartości aktywów netto. Jest to tylko częściowo uzasadnione niższym ROE w porównaniu do spółek porównywalnych.

**Segment mieszkaniowy wspiera wyniki za 1Q21P.** PHN sprzedał już 100% lokali mieszkalnych w projektach Vis-à-vis II (213 lokali) i Yacht Park (213 lokali). Szacujemy, że w 1Q21E nastąpi przekazanie 124 lokali mieszkalnych w obu projektach (154 w 1Q20 i 221 w 4Q20), co podniesie zysk brutto do ok. 16 mln zł (13 mln zł w 1Q20). Szacujemy, że zysk z tytułu umocnienia EUR/PLN kw/kw wyniesie 5 mln zł. W sumie prognozujemy 19,8 mln zł zysku netto w 1Q21E, co oznacza lekki spadek r/r.

**Aktualizacja wyceny biur?** Prace budowlane flagowych projektów Skysawa i Intraco Prime przebiegają zgodnie z harmonogramem, a ich zakończenie jest bliskie. Naszym zdaniem lockdown opóźnił negocjacje z najemcami, ale doskonała lokalizacja i postępy w budowie mogą przyciągnąć nie tylko najemców kontrolowanych przez Skarb Państwa. Uważamy również, że umowy przednajmu są tylko kwestią czasu, co mogłoby zainicjować przeszacowanie wartości aktywów i ujęcie ich w rachunku zysków i strat. Potencjalne przeszacowanie wartości projektów biurowych Skysawa lub Intraco Prime stanowi upside do naszych prognoz i wyceny, gdyż oba aktywa wyceniamy po kosztach.

**Mieszkania.** W okresie 2Q-4Q21P nie oczekujemy przekazania lokali mieszkalnych. W 2022P szacujemy przekazania na poziomie 427 lokali, w tym: 1) projekt Młoda Białołęka (174 lokale) z planowanym zakończeniem na 3Q22P, 2) projekt Osiedle Olimpijczyk (166) z planowanym zakończeniem na 1Q22P oraz 3) Insta 21 (87) z planowanym zakończeniem na 3Q22P. W 2021 r. spodziewamy się rozpoczęcia prac przy projektach Zielony Miłostów (172 lokale), Nakielska (151 lokali) i Jana Pawła II (57 lokali), a zakończenia i przekazania mieszkań oczekujemy w 2023P.

**Prognozy finansowe.** Obniżamy naszą prognozę wyników na 2021P, gdyż spółka przyspieszyła przekazania lokali już w 2020 roku. Podwyższamy prognozy na lata 2022P i 2023P w związku z wyższymi od oczekiwań przekazaniami mieszkań i średnią ceną lokali. Ze względu na lepszy od oczekiwań portfel zamówień podwyższamy również szacunki sprzedaży z działalności budowlanej.

**Czynniki ryzyka:** (1) presja na czynsze w segmencie biurowym spowodowana niższym r/r popytem oraz wyższym r/r poziomem pustostanów, (2) wysoka wrażliwość na stopy procentowe (negatywny wpływ wzrostu stóp procentowych), (3) osłabienie kursu EUR/PLN, (4) częściowo nienowoczesne zasoby biurowe.

**Wycena.** 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.

**PHN: Podsumowanie finansowe**

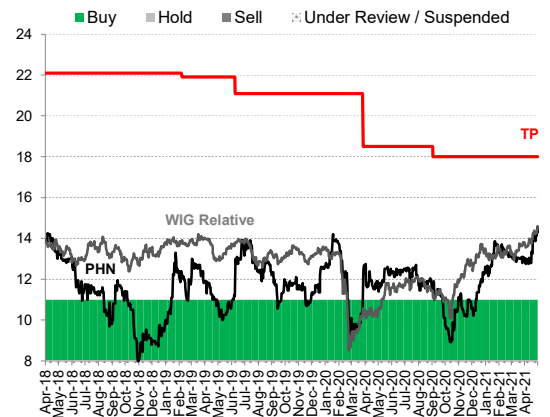
PLN mln	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	169	209	734	445	590	562
Rewaluacje	14	57	-42	5	0	0
EBIT	65	117	84	70	117	111
Zysk netto	48	68	46	37	69	64
P/E (x)	11,9	10,0	16,2	20,0	10,7	11,5
P/BV (x)	0,29	0,30	0,33	0,33	0,32	0,32
Stopa dywidendy	2,2%	2,8%	3,7%	2,5%	2,0%	3,8%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, historyczne mnożniki 2018-2020 kalkulowane na średnich cenach

PHN	Kupuj (podtrzymana)
<b>Cena docelowa</b>	<b>PLN19,9</b>
Cena (PLN, 19 maja 2021)	14,1
Kapitalizacja (PLN mln)	738
Free float (%)	28
Liczba akcji (PLN mln)	51,1
Średni dzienny obrót 3M	0,1

**Co się zmieniło**

- Obniżenie prognozy finansowej na 2021E w związku z przyspieszeniem oddawania mieszkań już w 2020 roku.
- Podwyższona prognoza sprzedaży po 2021E w segmencie budowlanym w związku z lepszą niż oczekiwano sprzedażą w 2020 roku.
- Podwyższona prognoza sprzedaży po 2022E w segmencie mieszkaniowym w związku z wyższymi szacunkami przekazania i średnim przychodem na mieszkanie



Wykres kursu akcji w relacji do zmian indeksu WIG.

Główni akcjonariusze	% głosów
Skarb Państwa	72,2
Aviva OFE	9,1
Nationale-Nederlanden OFE	5,6

Source: www.gpw.pl

**Opis spółki**

PHN deweloperem mieszkaniowym i powierzchni komercyjnych oraz właścicielem generujących dochód nieruchomości biurowych i handlowych.

**Analitik**

**Adrian Kyrz**  
Analityk akcji

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

## Prognozy finansowe

Rys. 1. PHN: Zmiany prognoz finansowych

PLNmnn	2021P			2022P			2023P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	445	387	15%	590	387	53%	562	257	119%
Rewaluacje	5	0	n.m.	0	0	n.m.	0	0	n.m.
EBIT	70	74	-6%	117	84	39%	111	84	32%
Zysk netto	37	41	-10%	69	38	81%	64	38.4	67%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

## Wycena SOTP

Rys. 2. PHN: Wycena SOTP

PLNmnn	Wartość księgową (mln zł)	Dochód operacyjny (mln zł)	Yield/dyskonto	Szacowana wycena (mln zł)
Projekty pozostające w portfelu	1670	83,6	8,5%	983
Projekty wymagające optymalizacji	228		50,0%	114
Projekty deweloperskie/grunty	1133		10%	1020
Aktywa do sprzedaży	58		25%	43
łącznie:				<b>2160</b>
Dług odsetkowy (2 kwartał 2020 r.)				1001
Gotówka (2 kwartał 2020 r.)				274
Rezerwy i pozostałe zobowiązania				417
<b>Szacowana wartość</b>				<b>1016</b>
<b>Szacowana wartość na akcję (zł)</b>				<b>19,9</b>

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rys. 3. PHN: SOTP podsumowanie wyceny

PLN	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena SOTP na akcję/Cena docelowa	19,9	18	10%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

## Wycena porównawcza

Rys. 4. PHN: Comparable valuation summary

Wycena porównawcza PHN	C/WK	Wartość księgową PHN na akcję w zł (4 kwartał 2020 r)	Implikowana wycena PHN na akcję w zł
Mediana deweloperów komercyjnych notowanych na GPW	0,82	44,5	<b>36,7</b>

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

## Podsumowanie wyceny

Rys. 5. PHN: Zmiany wyceny

PLN na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
SOTP	19,9	18,0	10%
Wycena porównawcza	36,7	31,9	18%
<b>Wycena*</b>	<b>19,9</b>	<b>18,0</b>	<b>10%</b>

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, \* 100% SOTP ponieważ w pełni odzwierciedla wartość godziwą aktywów netto

## Omówienie wyników 4Q20

- Sprzedaż segmentu najmu okazała się w pełni zgodna z oczekiwaniami, natomiast sprzedaż mieszkań i budownictwa znacznie przewyższyła nasze oczekiwania;
- Zysk brutto z działalności najmu był zgodny z oczekiwaniami;
- Zysk brutto ze sprzedaży mieszkań był znacznie powyżej oczekiwań dzięki lepszej niż oczekiwaliśmy marży brutto na poziomie 35%;
- Zysk brutto z działalności budowlanej był słaby i wyniósł jedynie 1,5 mln zł (marża brutto 2,1%);
- Koszty administracyjne w wysokości 15 mln zł powyżej oczekiwań (11,8 mln zł w 4Q19);
- Nie oczekiwaliśmy obniżenia wyników za 4Q20 przez pozostałe koszty operacyjne netto, które wyniosły 16,4 mln PLN.
- Rewaluacje w wysokości 11 mln PLN wspomogły wyniki;
- W sumie zysk netto w 4Q20 okazał się wyższy od oczekiwań.

Wyniki 4Q20 podobają nam się ze względu na: (1) silną marżę brutto w segmencie mieszkaniowym oraz (2) pozytywne rewaluacje. Z drugiej strony, zwracamy uwagę na wzrost kosztów administracyjnych kw/kw i r/r, niską marżę brutto w segmencie budowlanym oraz pozostałe koszty operacyjne netto. W sumie zysk netto za 4Q20 wypadł powyżej oczekiwań, więc wyniki oceniamy, jako lekko pozytywne.

## Prognoza wyników 1Q21

- Oczekujemy przekazania 124 lokali w 1Q21P (221 w 4Q20), z czego 103 w projekcie Vis-s-Vis i 21 w projekcie Yacht Park;
- Prognozujemy niższą sprzedaż kw/kw w segmencie mieszkaniowym ze względu na spadek wolumenu przekazania w okresie;
- Szacujemy spadek marży brutto kw/kw w segmencie mieszkaniowym do 23% z 35% w 4Q20 ze względu na niższy udział wysokomarżowego projektu Yach Park;
- Szacujemy płaską sprzedaż i zysk brutto z działalności najmu kw/kw;
- Szacujemy płaski kw/kw zysk brutto z działalności budowlanej.;
- Koszty administracyjne szacujemy na 15 mln PLN (płaskie kw/kw);
- Oczekujemy rewaluacji zysku na poziomie 5 mln zł w związku z kw/kw umocnieniem EUR/PLN.

**Fig. 6. PHN: Wyniki kwartalne**

PLNmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	y/y	q/q
Sprzedaż	43,1	43,0	48,0	75,0	164,5	100,7	116,4	352,1	162,5	-1%	-54%
<i>Najem</i>	41,6	40,5	45,5	44,3	46,6	46,2	47,8	48,3	48,3	4%	0%
<i>Mieszkania</i>	0,0	0,1	0,1	22,1	78,5	5,8	15,5	227,9	68,3	-13%	-70%
<i>Budownictwo</i>	-	-	-	-	37,1	46,6	50,1	70,0	40,0	8%	-43%
<i>Pozostałe</i>	1,5	2,4	2,4	8,6	2,3	2,1	3	5,9	5,9	157%	0%
Zysk brutto	24,8	24,1	27,6	26,5	40,2	27,1	34,0	102,5	42,4	5%	-59%
<i>Najem</i>	24,8	24,2	27,4	21,7	25,6	25,6	25,5	28,7	28,7	12%	0%
<i>Mieszkania</i>	0,0	0,0	0,1	4,2	13,4	0,7	4,4	78,7	15,7	17%	-80%
<i>Budownictwo</i>	-	-	-	-	2,2	2,8	4,4	1,5	2,0	-9%	33%
<i>Pozostałe</i>	0,0	-0,1	0,1	0,6	-1,0	-2,0	-0,3	-6,4	-4,0	n.m.	n.m.
Rewaluacje	1,5	7,4	9,9	38,6	11,0	-70,7	6,9	11,2	5,0	-55%	-55%
EBITDA	20,2	21,0	32,1	45,3	36,6	-53,9	30,6	82,8	32,7	-11%	-60%
<i>EBITDA marża</i>	46,9%	48,8%	66,9%	60,4%	22,2%	-53,5%	26,3%	23,5%	20,1%	-2,1	-3,4
EBIT	19,9	20,7	31,8	45,0	36,3	-54,2	30,3	82,5	32,4	-11%	-61%
<i>EBIT marża</i>	46,2%	48,1%	66,3%	60,0%	22,1%	-53,8%	26,0%	23,4%	19,9%	-2,1	-3,5
Oczyszczony EBIT*	18,4	13,3	21,9	6,4	25,3	16,5	23,4	71,3	27,4	8%	-62%
Zysk netto	12,6	14,6	15,5	24,9	29,2	-54,3	10,8	59,9	19,8	-32%	-67%
<i>Marża zysku netto</i>	29,2%	34,0%	32,3%	33,2%	17,8%	-53,9%	9,3%	17,0%	12,2%	-5,6	-4,8

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, \* oczyszczony o rewaluacje

## Dane finansowe

**Rys. 7. PHN: Rachunek zysków i strat**

PLNmn	2018	2019	2020	2021P	2022P
Sprzedaż	169	209	734	445	590
Koszty bezpośrednie	-83	-106	-541	-321	-421
Zysk brutto	86	103	193	125	169
Koszty administracyjne	32	39	53	60	60
Pozostała działalność operacyjna	12	54	-56	5	0
EBITDA	67	119	86	72	119
EBIT	65	117	84	70	117
Przychody finansowe netto (koszty) i inne	-7	-21	-17	-32	-32
Zysk przed opodatkowaniem	58	97	78	46	85
CIT	-11	-28	-33	-9	-16
Zysk netto	48	68	46	37	69

Źródło: szacunki dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 8. PHN: Bilans**

PLNmn	2018	2019	2020	2021P	2022P
Aktywa krótkoterminowe	286	662	750	530	723
Aktywa długoterminowej	2497	3121	3401	3639	3837
<b>Aktywa razem</b>	<b>2783</b>	<b>3783</b>	<b>4149</b>	<b>4169</b>	<b>4560</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	315	627	363	363	700
Zobowiązania finansowe	379	789	1374	1374	1374
Zobowiązania długoterminowe	420	875	1487	1487	1487
Zobowiązania finansowe	150	201	63	63	400
Kapitał własny	2048	2282	2299	2317	2371
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>2783</b>	<b>3783</b>	<b>4149</b>	<b>4169</b>	<b>4560</b>
Dług netto	414	706	883	1103	1247

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

**Fig. 9. PHN: Rachunek przepływów pieniężnych**

<b>PLNmn</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Przepływy operacyjne	83	-8	214	66	103
Przepływy inwestycyjne	-57	-162	-163	-235	-200
Przepływy finansowe	-16	421	219	-51	290
Dywidendy	-13	-19	-19	-19	-15
Zmiana stanu gotówki	10	251	270	-220	193

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

# Santander Biuro Maklerskie

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

## Zespół Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, <i>Head of Equity Research Strategy, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals &amp; Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&amp;Gas, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst Consumer Goods, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Oil&amp;Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopieli@santander.pl
Stanisław Czerwiński, <i>Equity Analyst Gaming</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	stanislaw.czerwinski@santander.pl

## Zespół Sprzedaży Instytucjonalnej

<b>Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities</b>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales 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> michal.stepkowski@santander.pl	tel. (+48) 22 586 85 15	
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i> marek.wardzynski@santander.pl	tel. (+48) 22 586 80 87	

### 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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73, kapitał zakładowy 1.021.893.140 zł, w całości wpłacony**. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piękna 20, 00-549 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 2018 r., poz. 2286 – 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 2019 r., poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – 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 jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.



Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć 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 zmieniać 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.santander.pl/inwestor](http://www.santander.pl/inwestor) 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” / „Niedowóżaj” / „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” / „Niedowóżaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedowóżaj”/„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 portfolio 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 portfolio, 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 księgową

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 korzystał 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, aktywność pozaoperacyjna, 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 szczycie 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 znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>  
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](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 instrumencie 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 ZASTRZEŻEN.**

## UJAWNIEŃIA

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 funkcje 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.

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 Wsparcia 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 Wsparcia 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 łączy 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 następnym 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 sporządzanie rekomendacji.

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.