

Polski Holding Nieruchomości

PROGRAM WSPARCIA POKRYCIA ANALITYCZNEGO GPW - inicjacja

Bloomberg: PHN PW, Reuters: PHN.WA

CEE Equity Research

Nieruchomości, Polska

27 czerwca 2019, 08:05 CET

Wysokie dyskonto nieuzasadnione

Rekomendacja Kupuj. Cena docelowa 21,1 zł

Wydajemy rekomendację Kupuj dla akcji PHN z Ceną Docelową na poziomie 21,1 zł. PHN to kontrolowany przez Skarb Państwa deweloper powierzchni komercyjnej i mieszkaniowej. Uważamy, że zakończona w maju emisja obligacji zabezpieczyła 160 mln zł na realizację projektów komercyjnych, które dotychczas nie były realizowane w oczekiwanej skali. Dla przykładu, Spółka zakończyła wybór generalnego wykonawcy i wkrótce ruszy z budową biurowca Skysawa, swojej flagowej inwestycji. Ponadto szacujemy, że Spółka rozpozna zysk z projektów mieszkaniowych w 2019-21P. Nadal uważamy, że ok. 75% dyskonto do wartości księgowej i 70% dyskonto do zagranicznych spółek porównywalnych wydaje się nieuzasadnione, w świetle oczekiwanych zysków z inwestycji deweloperskich, niskiego na tle branży zadłużenia oraz ok. 3.7% stopy dywidendy w 2019P.

Plan inwestycyjny. PHN planuje rozpocząć budowę 111,9 tys. m kw. powierzchni biurowej i hotelowej w 2019 roku (obecny zasób to ok. 309 tys. m kw.), o szacowanym budżecie wynoszącym ok. 1 mld zł. Spółka podpisała umowę na budowę swojej flagowej inwestycji, budynku biurowego Skysawa w Warszawie (40 tys. m kw.). Zysk z rewaluacji szacujemy na poziomie ok. 244-324 mln zł.

Projekty mieszkaniowe. W roku 2018 Spółka nie zaksięgowała istotnego wyniku ze sprzedaży mieszkań, z uwagi na fakt, że realizowane projekty mieszkaniowe są wciąż w trakcie budowy. Pod koniec 2019 roku Spółka planuje zakończyć budowę mieszkań pierwszego etapu projektu VIS-a-Vis Wola, a także apartamentów w inwestycji Yacht Park w Gdyni. Sprzedaż mieszkań należy ocenić pozytywnie, stąd też zaksięgowanie zysków z ww. realizacji wydaje się wysoce prawdopodobne. Dla przykładu Spółka sprzedała ponad 90% mieszkań z projektu Vis-a-Vis Wola, a także ponad 40% mieszkań z inwestycji Yacht Park. Prognozujemy, że w latach 2019-21P spółka zaksięguje łącznie 62 mln zł zysku brutto z segmentu mieszkaniowego.

Dywidenda. PHN regularnie wypłaca dywidendę. Spółka planuje utrzymać politykę dywidendą zakładającą wypłatę do 40% zysku netto. W 2018 roku dywidenda wyniosła 0,28 zł na akcje, a w 2019P będzie to 0,41 zł (3,7% DY).

Dyskonto do spółek porównywalnych. PHN jest notowany z 70% dyskontem do zagranicznych spółek porównawczych. Część tego dyskonta może być uzasadniona, z uwagi na niższe ROE generowane przez PHN w stosunku do spółek porównywalnych. Uważamy jednak, że Spółka zasługuje na niższe dyskonto z uwagi na (1) niskie zadłużenie, (2) regularnie wypłacaną dywidendę, oraz (3) potencjał rewaluacji z planowanych projektów biurowych.

Czynniki ryzyka: (1) potencjalne rozwodnienie w związku z planowaną emisją akcji, (2) duża wrażliwość na poziom stóp procentowych (negatywny wpływ wzrostu stóp), (3) osłabienie kursu EUR/PLN, (4) częściowo nienowoczesny zasób biurowy.

Wycena. Wyceniamy PHN metodą sumy części składowych. Nieruchomości generujące dochód z najmu wyceniamy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Przyjmujemy 50% dyskonto do wartości księgowej nieruchomości wymagających optymalizacji. Wycenę projektów deweloperskich/gruntów przyjmujemy na poziomie wartości księgowej po uwzględnieniu 10% dyskonta. W przypadku aktywów przeznaczonych do sprzedaży, zakładamy 25% dyskonta do wartości księgowej. Realizacja projektów inwestycyjnych stanowi potencjał do wzrostu naszej wyceny. Z drugiej strony, planowana emisja akcji może wpłynąć negatywnie na wycenę.

PHN: Podsumowanie finansowe

mln zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	159	169	193	345	306	185
EBITDA	38	67	69	91	84	74
EBIT	37	65	68	90	83	72
Zysk netto	31	48	38	56	49	37
C/Z (x)	23,7	11,9	13,7	9,3	10,7	14,3
C/WK(x)	0,38	0,29	0,26	0,25	0,25	0,25
Stopa dywidendy	1,6%	2,2%	3,7%	2,8%	4,1%	3,6%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rekomendacja KUPUJ

Cena (zł, 24 czerwca 2019 r.)	11,2
Cena docelowa (zł, 12M)	21,1
Kapitalizacja (mln zł)	520
Free float (%)	30,3
Liczba akcji (mln)	46,8
Średni dzienny obrót 3M (mln zł)	0,1

Główni akcjonariusze	% głosów
Skarb Państwa	69,7%
Aviva Santander OFE	9,9%
Nationale-Nederlanden OFE	6,1%

Źródło: www.gpw.pl

Opis spółki

Polski Holding Nieruchomości jest spółką posiadającą portfel nieruchomości generujących dochód z najmu, grunty umożliwiające realizację deweloperskich projektów biurowych, logistycznych i przemysłowych, oraz projekty mieszkaniowe w trakcie realizacji.

Analitik

Adrian Kyrcz, Analityk Akcji

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

Czynniki wzrostu i ryzyka

Czynniki wzrostu

1. **Środki z emisji obligacji zabezpieczyły finansowanie inwestycji.** PHN uplasował w maju pierwszą transzę 4-letnich obligacji o wartości ok. 160 mln zł (WIBOR 6M + 2.4% marży). Spółka planuje przeznaczyć zgromadzone środki na realizację programu inwestycyjnego obejmującego budowę obiektów komercyjnych takich jak: (1) biurowiec Skysawa przy ul. Świętokrzyskiej w Warszawie, (2) budynek biurowy Intraco Prime, (3) biurowiec przy ul. Prymasa Tysiąclecia, a także (4) zespół biurowy w Gdyni (Marina Office). Poniżej przedstawiamy szczegółowe dane dot. komercyjnych projektów deweloperskich, a także ich wizualizacje.

Rys. 1. Planowane projekty komercyjne

Projekt	Funkcja	Powierzchnia docelowa (m kw.)	Rozpoczęcie	Zakończenie	Koszty projektu (mln zł)
Skysawa	Biura klasy A	40000	2019	2022	325*
Intraco Prime	Biura klasy A	14000	2019	2021	155
Marina Office	Biura klasy A	27000	2019	2021	230
Prymasa Tysiąclecia 83	Biura klasy A	15400	2019	2021	124
Wilanowska 372	Hotel	15500	2019	2021	131
Magazyny	magazyny	900000	-	-	-

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *wartość umowy netto z generalnym wykonawcą

Rys. 2. Wizualizacja biurowca Intraco Prime



Rys. 3. Wizualizacja biurowca Skysawa w Warszawie



Rys. 4. Wizualizacja biurowca Marina Office



Rys. 5. Wizualizacja biurowca przy Prymasa Tysiąclecia



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie (dla wszystkich powyższych wizualizacji)

2. **Atrakcyjne projekty deweloperskie.** PHN planuje rozpocząć budowę łącznie 111,9 tys. m kw. powierzchni biurowej i hotelowej w 2019 roku, o szacowanym budżecie wynoszącym ok. 1 mld zł. Spółka rozpoczęła w czerwcu budowę budynku biurowego Skysawa przy ul. Świętokrzyskiej w Warszawie (ok. 40 tys. m kw. GLA). Zakończenie pierwszego budynku o powierzchni 11,5 tys. m kw. zaplanowane jest na 2 kw. 2021, a wieży wynoszącej 155 m zaplanowane jest na 2 kw. 2022 r. Uważamy, że biurowiec zlokalizowany będzie na jednej z najlepiej położonych działek budowlanych w Warszawie (bezpośrednie połączenie z 2 linią metra oraz węzłem przesiadkowym przy

Rondzie ONZ, bliskość Dworca Centralnego), co powinno uatrakcyjnić go w oczach potencjalnych najemców.

Poniżej przedstawiamy szacowany zysk z realizacji kompleksu biurowego Skysawa przy ul. Świętokrzyskiej wraz z analizą wrażliwości potencjalnego zysku (rewaluacji) na średnią stawkę czynszu oraz na tzw. exit yield. Potencjalne rewaluacje (bez uwzględnienia kosztu finansowania) szacujemy na ok. 244-324 mln zł, przy założeniu 325 mln zł kosztów budowy netto, ok. 80 mln zł wartości księgowej gruntu, oraz 8% wskaźnika pustostanów.

Nasza cena docelowa akcji PHN nie uwzględnia potencjalnych zysków z realizacji inwestycji deweloperskich. Innymi słowy, realizacja ww. projektu stanowi potencjał wzrostu naszej wyceny.

Rys. 6. Wrażliwość wyceny biurowca przy ul. Świętokrzyskiej (Skysawa) na czynsz i exit yield

Czynsz (EUR/m kw./miesiąc) /yield	17	18	19	20	21
5,0%	649	687	725	764	802
5,3%	618	655	691	727	764
5,5%	590	625	660	694	729

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 7. Wrażliwość rewaluacji biurowca przy ul. Świętokrzyskiej (Skysawa) na czynsz i exit yield

Czynsz (EUR/m kw./miesiąc) /yield	17	18	19	20	21
5,0%	244	282	320	359	397
5,3%	213	250	286	322	359
5,5%	185	220	255	289	324

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 8. Wrażliwość rewaluacji na akcję biurowca przy ul. Świętokrzyskiej (skysawa) na czynsz i exit yield

Czynsz (EUR/m kw./miesiąc) /yield	17	18	19	20	21
5,0%	5,2	6,0	6,8	7,7	8,5
5,3%	4,6	5,3	6,1	6,9	7,7
5,5%	4,0	4,7	5,4	6,2	6,9

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

3. **Budowa mieszkań powinna wspierać wyniki 2019P.** W roku 2018, a także w 1 kwartale 2019 roku Spółka nie zaksięgowała istotnego wyniku ze sprzedaży mieszkań, z uwagi na fakt, że realizowane projekty mieszkaniowe pozostawały w trakcie budowy. W 4 kwartale 2019 roku Spółka planuje zakończyć budowę mieszkań pierwszego etapu projektu VIS-a-Vis Wola, obejmującą 213 mieszkań, a także apartamentów zlokalizowanych w inwestycji Yacht Park w Gdyni (łącznie 135). Sprzedaż mieszkań należy ocenić pozytywnie, stąd też zaksięgowanie zysków z ww. realizacji wydaje się wysoce prawdopodobne. Dla przykładu Spółka sprzedała ponad 90% mieszkań z 1 etapu Vis-a-Vis Wola, a także ponad 40% z inwestycji Yacht Park.

Rys. 9. Wizualizacja projektu Yacht Park



Rys. 10. Wizualizacja projektu Vis-a-Vis



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie (dla obu powyższych wizualizacji)

Poniżej przedstawiamy nasze prognozy liczby mieszkań przekazanych klientom przez PHN, średniej ceny sprzedaży oraz marży brutto w perspektywie najbliższych lat. W naszych prognozach zakładamy realizację wspomnianych projektów (dwa etapy Vis-a-Vis oraz Yacht Park), a także projektu Młoda Białoleka, co przekłada się na zyski z działalności deweloperskiej w latach 2019P-2021P. Z uwagi na konserwatyzm założeń, nie oczekujemy, aby Spółka zrealizowała projekt mieszkaniowy mogący być przekazany klientom w roku 2022P. Ewentualna realizacja takiego projektu (np. projektu Retkinia, Zielony Miłostów czy też Instalatorów) skutkowałaby potencjałem wzrostu naszych prognoz wyników w roku 2022P. Prognozowana marża brutto na poziomie 18% także wydaje się założeniem konserwatywnym, w świetle 20-30% marż generowanych przez notowanych na GPW deweloperów mieszkaniowych.

Rys. 11. PHN: Projekty mieszkaniowe i magazynowe w trakcie realizacji

Projekt	Funkcja	Powierzchnia docelowa (m kw.)	Rozpoczęcie	Zakończenie	Koszty projektu (mln zł)
Hillwood & PHN Pruszków	Kompleks magazynowy w 4 etapach	55000	2017	2020	175
Yacht Park 1	Mieszkania	9600	2017	2019	142
Vis-a-Vis Wola 1	Mieszkania	12160	2017	2019	84
Vis-a-Vis Wola 2	Mieszkania	13200	2018	2020	95

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 12. PHN: Planowane projekty mieszkaniowe

Projekt	Funkcja	Powierzchnia docelowa (m kw.)	Rozpoczęcie	Zakończenie	Koszty projektu (mln zł)
Młoda Białoleka	Mieszkania	9700	2019	2021	61
Retkinia 1	Mieszkania	8400	2019	2022/23	40
Zielony Miłostów	Mieszkania	18000	2019	2022/23	84
Instalatorów 7C	Mieszkania	4000	2020	2022	25

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 13. PHN: Założenia dot. segmentu mieszkaniowego

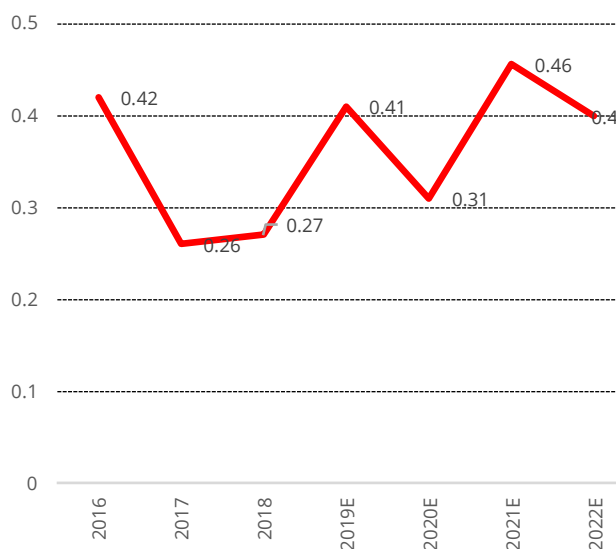
	2019P	2020P	2021P
Liczba przekazanych mieszkań	63	378	350
Prymasa Tysiąclecia 1	63	190	0
Prymasa Tysiąclecia 2	0	53	160
Yacht Park 1	0	135	0
Młoda Białoleka	0	0	190
Średnia cena (mln zł/mieszkanie)			
Prymasa Tysiąclecia 1	0,4	0,4	0,4
Prymasa Tysiąclecia 2	0,4	0,4	0,4
Yacht Park 1	0,6	0,6	0,6
Młoda Białoleka	0,4	0,4	0,4
Marża brutto	18%	18%	18%
Zysk brutto (mln zł)	5	32	25

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

4. **Wysokie dyskonto do spółek porównywalnych.** PHN notowany jest z ok. 75% dyskontem do swojej wartości księgowej oraz z 70% dyskontem do zagranicznych spółek porównywanych. Uważamy, że częściowe dyskonto jest uzasadnione, z uwagi na (1) niskie ROE PHN w ostatnich latach, (2) nieznaczną skalę realizacji projektów deweloperskich. Uważamy jednak, że poziom dyskonta jest zbyt duży, biorąc pod uwagę (1) relatywnie niskie zadłużenie PHN (dług netto do kapitałów), (2) regularnie płaconą dywidendę w ostatnich latach, oraz (3) generujące wartość projekty inwestycyjne.

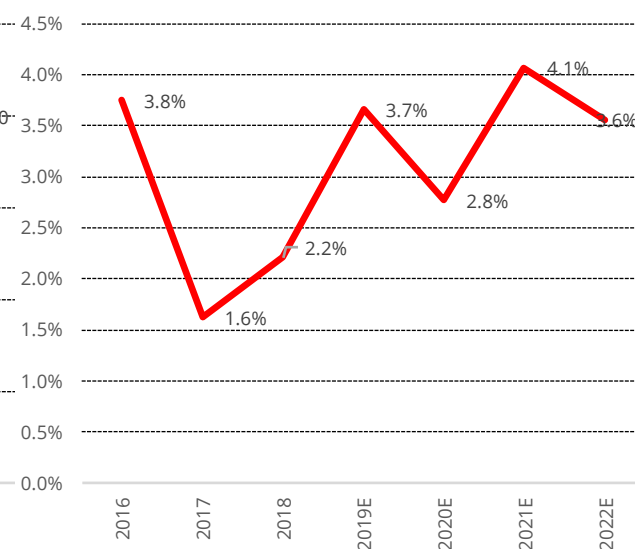
5. **Dywidenda.** PHN regularnie płacił dywidendę w ubiegłych latach. Spółka planuje utrzymać politykę dywidendową zakładając wypłatę do 40% zysku netto. W 2018 roku Spółka wypłaciła 0,28 zł na akcje, a w 2019P planuje wypłatę 0,41 zł.

Rys. 14. PHN: Dywidenda na akcję (zł)



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 15. PHN: Stopa dywidendy



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Czynniki ryzyka

1. **Potencjalny wzrost stóp procentowych.** Wzrost stóp procentowych może spowodować: (1) wyższe koszty finansowania budowy (mieszkań, obiektów komercyjnych), (2) wyższe koszty refinansowania istniejących obiektów komercyjnych generujących dochód z najmu, (3) potencjalny wzrost rynkowych dochodowości nieruchomości, co może przełożyć się na obniżenie wartości nieruchomości (odpisy), (4) odpływ kapitału z rynku nieruchomości, z uwagi na obniżenie różnicy między dochodowością nieruchomości, a stopą wolną od ryzyka, (5) spadek popytu na nowe mieszkania w tym w szczególności popytu inwestycyjnego, stanowiącego do 40% całkowitego popytu w 2018 roku.
2. **Przedłużające się procedury administracyjne** (wydawanie pozwoleń na budowę) mogą zaburzyć harmonogramy realizacji projektów deweloperskich.
3. **Koszty wykonawstwa robót budowlanych** wzrosły o kilkadziesiąt procent w ciągu ostatnich dwóch lat. W 1 kwartał 2019 r. wzrost kosztów uległ stabilizacji. Zwracamy jednak uwagę na fakt, że każdy dalszy wzrost kosztów budowy może obniżyć rentowność projektów deweloperskich.
4. **Popyt na mieszkania** ustabilizował się na wysokim poziomie w ostatnich dwóch kwartałach. Każdy spadek popytu na mieszkania może spowolnić tempo sprzedaży, a także obniżyć ceny mieszkań, co w konsekwencji może obniżyć rentowność deweloperskich projektów mieszkaniowych realizowanych przez PHN.
5. **Liczba osób w wieku produkcyjnym może spaść o 5% do roku 2030**, a w wieku 25-39 lat o 30% według prognoz GUS, co może przełożyć się spadek popytu na mieszkania.
6. **Wysoka podaż nowoczesnej powierzchni biurowej** w najbliższych latach może przełożyć się na odpływ najemców ze starszych zasobów biurowych, którymi dysponuje PHN. W konsekwencji, mogą pojawić się pustostany lub też obniżeniu mogą ulec stawki czynszów w wynajmowanych przez PHN obiektach. PHN może też stanąć wobec konieczności poniesienia dodatkowych nakładów modernizacyjnych w celu utrzymania bazy najemców.

7. Część zasobów biurowych PHN to nowoczesne obiekty biurowe, których najemcy płacą czynsz denominowany w EUR. **Oslabienie EUR/PLN może mieć negatywny wpływ na dochody z najmu i wycenę nieruchomości.**
8. **Oslabienie tempa wzrostu gospodarczego** może obniżyć popyt na powierzchnię biurową i mieszkania, co w konsekwencji może wywołać presję na czynsze i ceny mieszkań.
9. **Emisja akcji.** Nie uwzględniamy emisji akcji w naszym modelu. Spółka planuje natomiast emisję akcji kierowaną do Skarbu Państwa (szczegóły nie zostały podane), większościowego akcjonariusza, w zamian za aport w postaci: (1) udziałów w Spółce generalnego wykonawstwa (Chemobudowa Kraków), oraz (2) obiektu biurowego Centrum Biurowe Plac Grunwaldzki w Katowicach. Zarząd planuje zrealizować emisję w 3 kwartale 2019 r. W naszej opinii emisja akcji rodzi ryzyko rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych. Wstępnie szacujemy wartość emisji na 100-130 mln zł.

Wartość Chemobudowy szacujemy na podstawie 170-180 mln sprzedaży (założenie zarządu), 1-3% marży netto, co reprezentuje marże notowanych generalnych wykonawców oraz wskaźnika Cena/Zysk na poziomie 10x, co naszym zdaniem odzwierciedla średnio-cykliczny mnożnik dla branży budowlanej. Implikowana wycena Chemobudowy wynosi ok. 20-50 mln zł. Biurowiec w Katowicach oferuje 17 tys. m. kw. powierzchni na wynajem, z czego ok. 15 tys. m. kw. jest wynajętych, co implikuje wartość nieruchomości na poziomie ok. 80 mln zł, według naszych wstępnych szacunków.

Szacujemy, że łączne rozwodnienie akcjonariuszy może wynieść ok. 6-20%, a Skarb Państwa może zwiększyć udział w akcjonariacie do ok. 72%-76% (z 69.5% obecnie) po zakończeniu emisji akcji. W naszym przekonaniu, nowa emisja akcji mogłaby obniżyć wartość księgową na akcję o 13-16%. Pomimo potencjalnego rozwodnienia, Spółka nadal handlowałaby się z istotnym dyskontem do wartości księgowej oraz do spółek porównywalnych.

Rys. 16. Wrażliwość szacowanego zysk netto Chemobudowa na marżę netto*

mln zł	Marża netto			
	1%	2%	3%	4%
Implikowany zysk netto Chemobudowy (mln zł)	1,8	3,5	5,3	7,0
Implikowana wartość fair Chemobudowy (założony mnożnik C/Z 10x)	18	35	53	70

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *przy założeniu 175 mln zł sprzedaży

Rys. 17. Wrażliwość szacowanej wartości Centrum Biur. Plac Grunwaldzki na czynsz i yield*

mln zł		Czynsz (EUR/miesiąc/m kw.)			
Yield	7	8	9	10	
7,5%	72	83	93	103	
8,0%	68	77	87	97	
8,5%	64	73	82	91	

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *przy założeniu wynajęcia 15 tys. m kw. (z 17 tys. m kw.), EUR/PLN = 4,3

Rys. 18. Potencjalna liczba akcji nowych akcji (w mln) w SPO - scenariusze

	Cena emisyjna (zł)	Wartość SPO (mln zł)			
		100	110	120	130
Cena rynkowa PHN*	10,6	9,5	10,4	11,4	12,3
Wycena akcji Santander	21,1	4,7	5,2	5,7	6,2
Wartość księgowa na akcję	43,4	2,3	2,5	2,8	3,0

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *średnia 1M

Rys. 19. Potencjalne łączne rozwodnienie

	Cena emisyjna (zł)	Wartość SPO (mln zł)			
		100	110	120	130
Cena rynkowa PHN*	10,6	17%	18%	20%	21%
Wycena akcji Santander	21,1	9%	10%	11%	12%
Wartość księgowa na akcje	43,4	5%	5%	6%	6%

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *średnia 1M

Rys. 20. Potencjalny udział Skarbu Państwa po emisji

	Cena emisyjna (zł)	Wartość SPO (mln zł)			
		100	110	120	130
Cena rynkowa PHN*	10,6	75%	75%	76%	76%
Wycena akcji Santander	21,1	73%	73%	73%	73%
Wartość księgowa na akcje	43,4	71%	71%	71%	72%

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *średnia 1M

Rys. 21. Potencjalny wpływ SPO na wycenę*

	Cena emisyjna (zł)	Wartość SPO (mln zł)			
		100	110	120	130
Cena rynkowa PHN**	10,6	-13%	-14%	-15%	-16%
Wycena akcji Santander	21,1	-5%	-5%	-6%	-6%
Wartość księgowa na akcje	43,4	0%	0%	0%	0%

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, *przy założeniu, że zakupione aktywa wycenione zostaną wskaźnikiem C/WK 0,25x, **średnia 1M

Wycena

Wycena SOTP

Wyceniamy PHN metodą SOTP (suma części składowych) i na tej wycenie bazuje nasza Cena Docelowa akcji PHN. Nieruchomości generujące dochód z najmu wyceniamy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Zakładamy 10% stopę dyskontową, która naszym zdaniem odzwierciedla ryzyka związane z mocno zróżnicowanym zasobem obiektów biurowych, obejmującym nienowoczesne obiekty biurowe, co do których istnieje wysokie ryzyko odpływu najemców. Zakładamy 50% dyskonto do wartości księgowej nieruchomości wymagających optymalizacji z uwagi na fakt, że nieruchomości te generują niewielki dochód z najmu, a optymalizacja może być czasochłonna i kosztowna. Projekty deweloperskie/grunty wyceniamy na poziomie wartości księgowej po uwzględnieniu 10% dyskonta odzwierciedlającego koszt kapitału związany z przygotowaniem projektów inwestycyjnych. Realizacja projektów komercyjnych, w tym obiektu biurowego Skysawa, stanowiłaby potencjał wzrostu naszej wyceny. W przypadku aktywów przeznaczonych do sprzedaży, zakładamy 25% dyskonta do wartości księgowej, które naszym zdaniem odzwierciedla koszt kapitału związany z niezbędną ekspozycją nieruchomości, w celu sfinalizowania transakcji sprzedaży. W wycenie nie uwzględniamy potencjalnego rozwodnienia z tytułu emisji akcji.

Rys. 22. PHN: Wycena wartości metodą SOTP

PLNm	Wartość księgowa (mln zł)	Dochód operacyjny (mln zł)	Yield/ dyskonto	Szacowana wycena (mln zł)
Projekty pozostające w portfolio	1275	91,6	10%	916
Projekty wymagające optymalizacji	233		50%	117
Projekty deweloperskie/grunty	909		10%	818
Aktywa do sprzedaży	124		25%	93
Łącznie:	1944			1944
Dług odsetkowy (1 kwartał 2019 r.)	792			792
Gotówka (1 kwartał 2019 r.)	101			101
Rezerwy i pozostałe zobowiązania	238			238
Szacowana wartość				1015
Szacowana wartość na akcję (zł)				21,1

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Wycenę metodą porównawczą przedstawiamy wyłącznie w celach prezentacyjnych. Porównujemy PHN do spółek nieruchomościowych notowanych w Polsce i za granicą. PHN jest notowany z istotnym dyskontem do spółek porównawczych. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że część dyskonta wydaje się uzasadniona, z uwagi na niższe ROE generowane przez PHN w stosunku do spółek porównywanych.

Rys. 23. PHN: Wycena wartości metodą porównawczą

Wycena porównawcza PHN	C/WK	Wartość księgowa PHN na akcję w zł (1 kwartał 2019 r.)	Implikowana wycena PHN na akcję w zł
Mediana deweloperów komercyjnych notowanych na GPW	0,68		29,5
Mediana zagranicznych deweloperów komercyjnych	0,86	43,4	37,3
Mediana deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW	0,76		33,0

Źródło: dane Spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 24. Spółki porównawcze: deweloperzy komercyjni

Spółka	Obecne	C/WK (x)			C/Z (x)		
	C/WK	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Notowane na GPW w Warszawie							
Echo	1,1	1,0	1,0	1,0	6,0	6,5	7,9
Globe Trade Centre	1,0	0,9	0,9	0,9	10,0	9,7	9,5
LC Corp	0,8	0,8	0,7	0,7	n,a,	n,a,	n,a,
Rank Progress	0,1	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
BBI Development	0,3	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
Capital Park	0,6	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
MLP	1,0	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
Mediana	0,68	0,92	0,89	0,88	8,0	8,1	8,7
Notowane poza GPW							
Hammerson	0,4	0,5	0,5	0,4	10,2	10,7	10,7
Atrium European Real Estate Ltd	0,7	0,7	0,7	0,7	10,7	10,4	11,0
CA Immobilien Anlagen AG	1,2	1,0	1,0	1,1	25,2	22,5	22,2
IMMOFINANZ AG	0,9	0,8	0,8	0,8	20,0	19,5	16,6
Segro PLC	1,1	1,0	0,9	1,0	30,3	28,1	27,2
Banimmo SA/NV	0,8	n,a,	n,a,	n,a,	9,3	n,a,	n,a,
Fastighets AB Balder	1,4	1,1	1,0	1,2	18,3	18,0	17,2
Eurocommercial Properties NV	n,a,	0,7	n,a,	0,7	9,5	9,7	9,3
Land Securities Group PLC	0,6	0,7	0,6	0,7	14,6	14,5	14,3
ANF Immobilien	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
Banimmo SA/NV	1,5	1,2	1,2	1,3	14,5	14,6	15,8
Fastighets AB Balder	0,6	0,7	0,7	0,6	15,9	15,3	15,0
Mediana	0,86	0,75	0,80	0,77	14,6	14,9	15,4

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, ceny na 18 czerwca 2019 r.

Rys. 25. Spółki porównawcze: deweloperzy mieszkaniowi

Spółka	Obecne	C/WK (x)			C/Z (x)		
	C/WK	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
RONSON	0,4	0,4	0,4	0,4	6,5	6,3	6,5
POLNORD	0,3	n,a,	n,a,	n,a,	34,4	11,5	5,5
JWC	0,3	n,a,	n,a,	n,a,	7,6	7,6	7,2
INPRO	0,7	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
ATAL	1,6	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
LOKUM	0,8	0,7	0,7	0,6	4,5	5,2	7,0
ARCHICOM	0,8	0,8	0,7	0,7	5,6	6,2	7,4
DOM	1,7	1,9	1,9	1,9	8,7	8,7	10,2
Mediana	0,76	0,7	0,7	0,7	7,1	7,0	7,1

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, ceny na 18 czerwca 2019 r.

Model biznesowy i strategia

PHN jest spółką z sektora nieruchomości kontrolowaną przez Skarb Państwa. Grupa została założona w marcu 2011 r., w wyniku konsolidacji spółek należących do Skarbu Państwa i prowadzących działalność w sektorze nieruchomości w Polsce lub posiadających w swoim portfelu istotne aktywa nieruchomościowe.

Polski Holding Nieruchomości jest jednym z największych w Polsce podmiotów w sektorze nieruchomości komercyjnych pod względem wartości portfela. Portfel Grupy jest mocno zdywersyfikowany i obejmuje 141 aktywów nieruchomościowych o wartości ok. 2,75 mld zł i powierzchni najmu brutto wynoszącej ok. 309 tys. m kw.

Model biznesowy Spółki obejmuje:

- Wynajem nieruchomości, w tym nieruchomości biurowych, handlowych i logistyczno-przemysłowych;
- Realizacja deweloperskich projektów mieszkaniowych;
- Realizacja projektów komercyjnych. Dla przykładu Spółka w 2015 zakończyła realizację budowy budynku biurowego przy ulicy Domaniewskiej w Warszawie (ok. 27 tys. m kw. GLA);
- Optymalizacja istniejącego portfela nieruchomości w celu poprawy efektywności funkcjonowania;
- Dezinwestycje, obejmujące sprzedaż nieruchomości nieoperacyjnych;
- Zakupy nieruchomości w tym obiektów biurowych. Dla przykładu Spółka kupiła w 2016 r. budynek biurowy klasy A Alchemia w Gdańsku (ok. 25 tys. m kw. GLA) za cenę ok. 257 mln zł. PHN podpisał także list intencyjny w 2018 r. z Polnordem w celu nabycia obiektów biurowych zlokalizowanych na warszawskim Wilanowie.

Poniżej przedstawiamy aktualne cele strategiczne PHN:

- realizacja ok. **75 tys. m kw. powierzchni biurowej** w Warszawie do 2023 r.;
- realizacja ok. **60 tys. m kw. powierzchni biurowej** na rynkach regionalnych do 2023 r., m.in. we Wrocławiu i w Gdyni;
- realizacja innych projektów, w tym logistyczno-przemysłowych (z partnerami lub w formule BTS dla wybranych najemców);
- wprowadzanie **70 tys. m kw. powierzchni mieszkaniowej** rocznie do 2023 r.;
- wzrost wartości portfela nieruchomości **do ok. 6 mld zł** do 2023 r.;
- przeznaczenie ok. **700 mln zł** na zakup nowoczesnych powierzchni komercyjnych generujących przychody z najmu;
- zwiększenie wysokości finansowania zewnętrznego do **LTV 52%**;
- wzrost efektywności operacyjnej mierzonej spadkiem relacji stałych kosztów administracyjnych do wartości nieruchomości do **0.7%**;
- zwiększenie wartości aktywów netto o **59% do 2023 r.**, z czego ok. 40% mogłoby być wypłacone w formie dywidendy;
- intensyfikacja realizacji programu inwestycyjnego na rynku projektów komercyjnych;
- intensyfikacja działalności deweloperskiej na rynku projektów mieszkaniowych;
- realizacja projektów hotelowych;

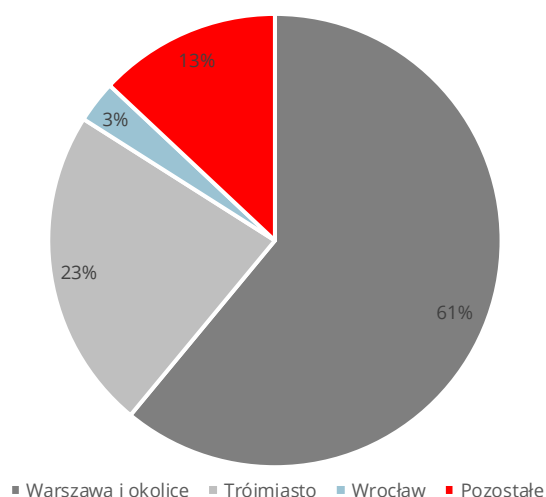
- rotacja aktywów głównie poprzez sprzedaż nieperspektywicznych aktywów zlokalizowanych w nietrakcyjnych lokalizacjach.

Spółka pracuje nad aktualizacją strategii. Nowa strategia będzie stawiała większy nacisk na tworzenie nowych linii biznesowych, zawieranie partnerstw, w tym ze spółkami Skarbu Państwa. Ważnym elementem strategii będzie także kwestia usług doradczych, które PHN chce świadczyć na rzecz podmiotów trzecich.

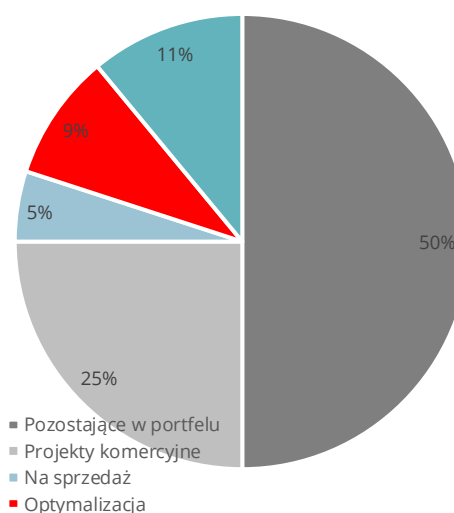
Portfel nieruchomości

Portfel aktywów PHN jest mocno zdywersyfikowany i obejmuje ok. 140 nieruchomości o wartości księgowej wynoszącej ok. 2,75 mld zł. Większość nieruchomości zlokalizowana jest w Warszawie (61% pod względem powierzchni). Połowę wartości portfela stanowią nieruchomości przeznaczone do pozostania w portfelu, 25% to projekty deweloperskie, 11% przeznaczonych jest na sprzedaż, a 9% wymaga optymalizacji. Spółka posiada istotny zasób gruntów o powierzchni ok. 644 ha.

Rys. 26. PHN: Lokalizacja nieruchomości*



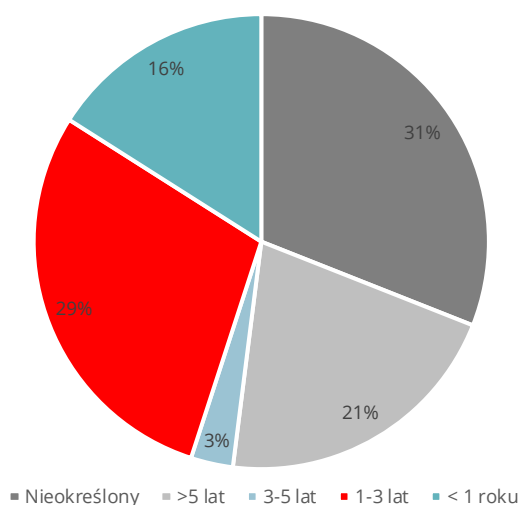
Rys. 27. Struktura portfela nieruchomości*



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

* według wartości księgowej obejmujące tylko proj. pozostające w portfelu i projekty komercyjne

Rys. 28. Długość trwania umów najmu (% GLA)

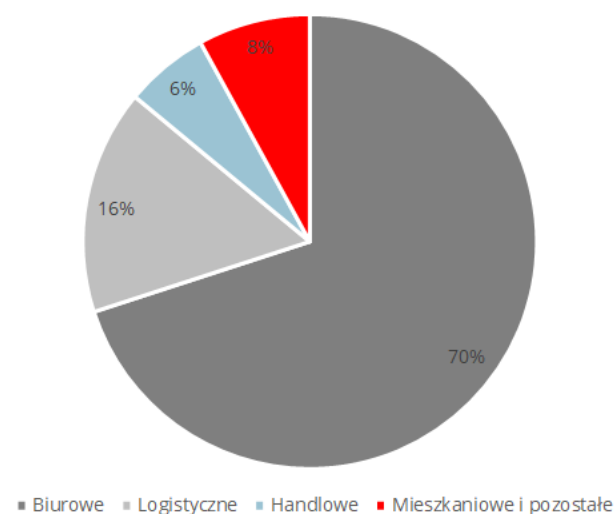


■ Nieokreślony ■ >5 lat ■ 3-5 lat ■ 1-3 lat ■ < 1 roku

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, wg wartości

* według wartości księgowej

Rys. 29. Rodzaj nieruchomości w portfelu



■ Biurowe ■ Logistyczne ■ Handlowe ■ Mieszkaniowe i pozostałe

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

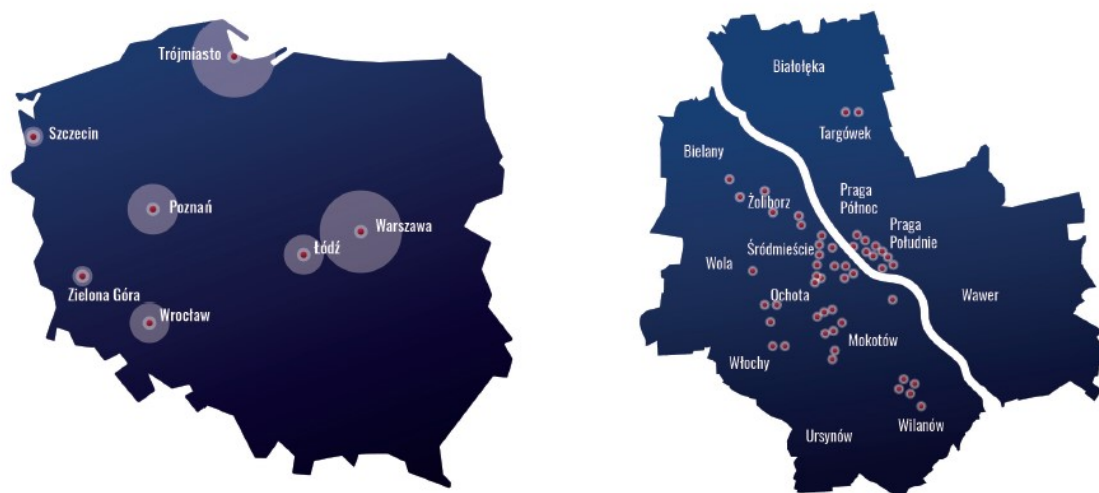
Nieruchomości o wartości 1,3 mld zł generują stabilny dochód z najmu. Położone są w kluczowych lokalizacjach (Warszawa i główne miasta regionalne) i zgodnie ze strategią zarządu, pozostaną w portfolio. Niemal wszystkie (95%) to obiekty biurowe.

Nieruchomości o wartości 0,9 mld zł to nieruchomości wymagające optymalizacji. Nieruchomości te (częściowo generujące dochód z najmu) posiadają, w opinii zarządu, potencjał wzrostu wartości poprzez realizację projektów komercyjnych lub mieszkaniowych.

Nieruchomości o wartości 0,2 mld zł, to aktywa o niskiej dochodowości. Zarząd planuje optymalizować je poprzez działania podnoszące ich wartość. Są to również nieruchomości o nieuregulowanym stanie prawnym, wymagające zmian lub ustalenia docelowego przeznaczenia.

Nieruchomości o wartości 0,1 mld zł przeznaczone są na sprzedaż. Obejmują te aktywa, które nie pasują do docelowej struktury portfela, przynoszą niewystarczające przychody oraz zostały zdefiniowane, jako niestrategiczne dla Spółki.

Rys. 30. PHN: Lokalizacja nieruchomości



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 31. Struktura portfela nieruchomości

OPTIMALIZACJA

Wartość: 232,7 mln zł
Liczba nieruchomości: 28
NOI 1Q19: 0,9 mln zł
Yield: 1,6%
GLA: 31,0 tys. m kw.
Grunt: 2,1 mln m kw.

PROJEKTY DEWELOPERSKIE

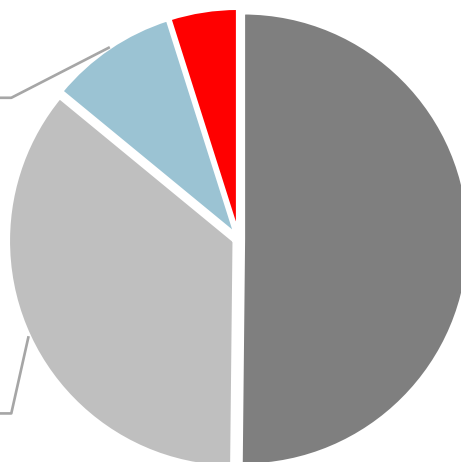
Wartość: 909,2 mln zł
Liczba nieruchomości: 50
NOI 1Q19: -0,6 mln zł
Yield: -0,3%
GLA: 97,7 tys. m kw.
Grunt: 3,5 mln m kw.

NA SPRZEDAŻ

Wartość: 124,2 mln zł
Liczba nieruchomości: 30
NOI 1Q19: 0,76 mln zł
Yield: 2,4%
GLA: 17,5 tys. m kw.
Grunt: 895 tys. m kw.

POZOSTAJĄCE W PORTFELU

Wartość: 1274,6 mln zł
Liczba nieruchomości: 31
NOI 1Q19: 20 mln zł
Yield: 6,5%
GLA: 164,1 tys. m kw.
Grunt: 85,9 tys. m kw.



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 32. PHN: Nieruchomości generujące dochód z najmu

Nieruchomość	Funkcja	Lokalizacja	Powierzchnia (tys. m. kw.)
Alchemia II	Biura	Gdańsk, Oliwa	25,000
Andersia Business Center	Biura	Poznań, Stare Miasto	13,900
Domaniewska Office Hub	Biura	Warszawa, Mokotów	27,000
Foksal City	Biura	Warszawa, CBD	3,300
Intraco	Biura	Warszawa	26,300
Kaskada	Biura	Warszawa, CBD	16,000
Wierzbowa/Senatorska	Biura	Warszawa, CBD	8,000
Razem:			119,500

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Akcjonariat

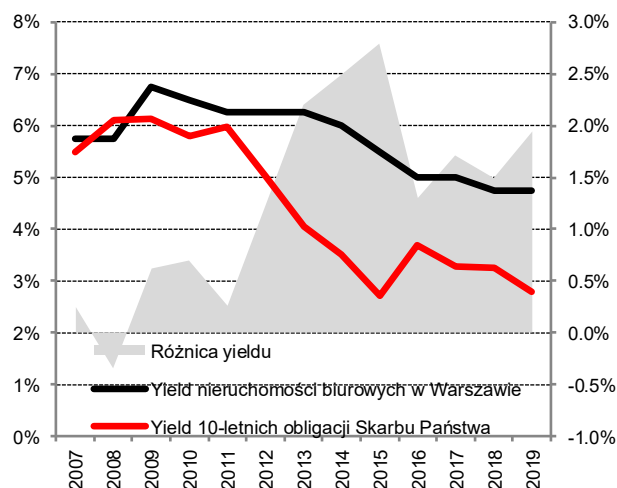
Większościowym akcjonariuszem PHN jest Skarb Państwa, posiadający 69,8% akcji. Istotnymi akcjonariuszami są także fundusze emerytalne, w tym Aviva oraz Nationale-Nederlanden.

Rynek

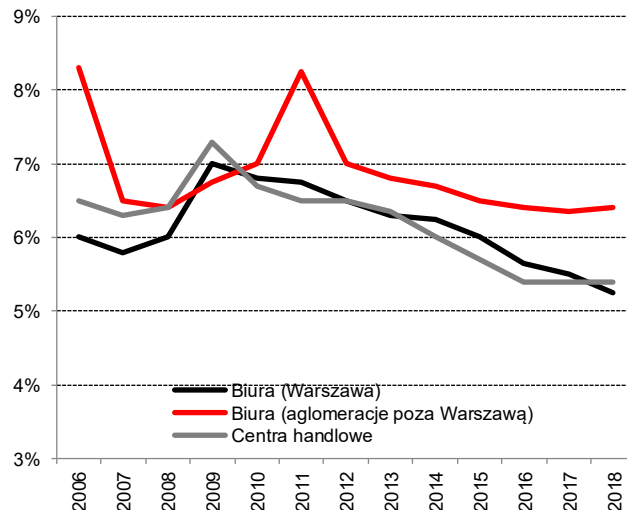
Poniżej przedstawiamy główne czynniki charakteryzujące rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce:

- **Spadające yieldy.** Dochodowość wynajętych nieruchomości komercyjnych w Polsce systematycznie spadała w ostatnich latach, z uwagi na wzrost cen transakcyjnych. To pozytywne zjawisko dla deweloperów.
- **Nieruchomość pozostaje atrakcyjnym aktywem inwestycyjnym.** W roku 2019 różnica pomiędzy średnią dochodowością nieruchomości biurowych w Warszawie, a stopą wolną od ryzyka (obligacje Skarbu Państwa) rozszerzyła się, co należy uznać za pozytywne zjawisko.
- **Dochodowość nieruchomości w Polsce powyżej poziomów z krajów Europy Zachodniej.** Dochodowość nieruchomości biurowych i handlowych w Polsce pozostaje powyżej poziomów notowanych w krajach Europy zachodniej.
- **Rekordowa wartość transakcji.** Wartość transakcji na rynku nieruchomości w Polsce osiągnęła rekordowy poziom ponad 6 mld euro w 2018 roku (zgodnie z szacunkami JLL, C&W, CBRE). Napływ kapitału z Europy Zachodniej, a także Afryki Południowej oraz Azji spowodował wzrost cen nieruchomości i kolejny rekordowy rok pod względem wartości transakcji. Otoczenie atrakcyjnych wycen nieruchomości wraz z płynnością rynku stwarzają warunki do sprzedaży wynajętych obiektów komercyjnych przez deweloperów, w tym potencjalnie PHN.
- **Czynsz w trendzie wzrostowym.** Czynsze w największych stolicach państw Europy Zachodniej w roku 2018 rosły. W Polsce czynsze ustabilizowały się w roku 2018, a rok 2019 to według notowanych na GPW deweloperów okres stabilizacji i/lub lekkiego wzrostu stawek czynszów.
- **Pustostany na niskim poziomie.** Wskaźnik pustostanów w Warszawie jest na najniższym poziomie od kilku lat. Większość pustostanów obejmuje starsze powierzchnie biurowe, w tym te wybudowane przed 2009 roku.
- **Wysoki popyt na powierzchnię biurową.** Popyt na nowoczesną powierzchnię biurową wydaje się wysoki. Giełdowi deweloperzy sugerują wysoki popyt na realizowane obiekty biurowe w Warszawie.

Rys. 33. Rentowność nier. i obligacji Skarbu Państwa



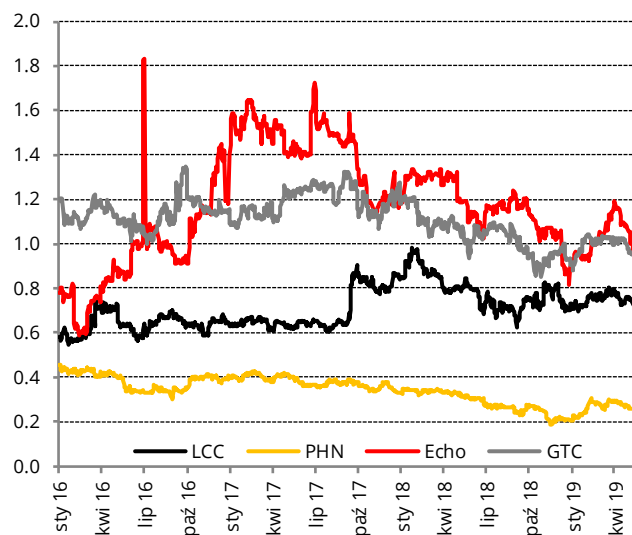
Rys. 34. Średnia rentowność nieruchomości w Polsce



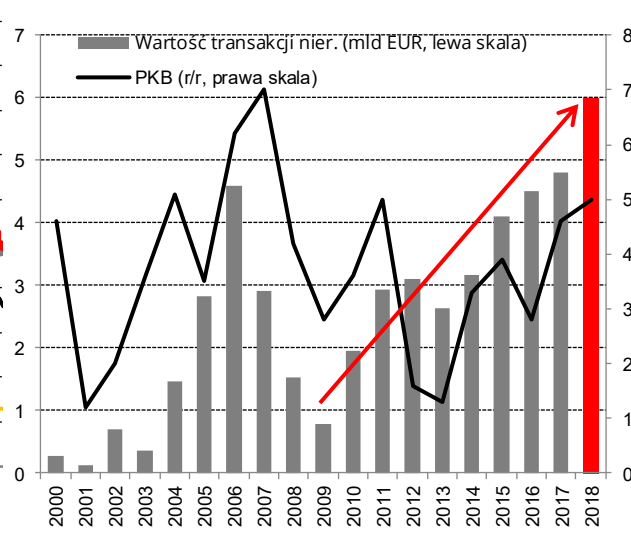
Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Źródło: LCC, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 35. Cena do wartości księgowej



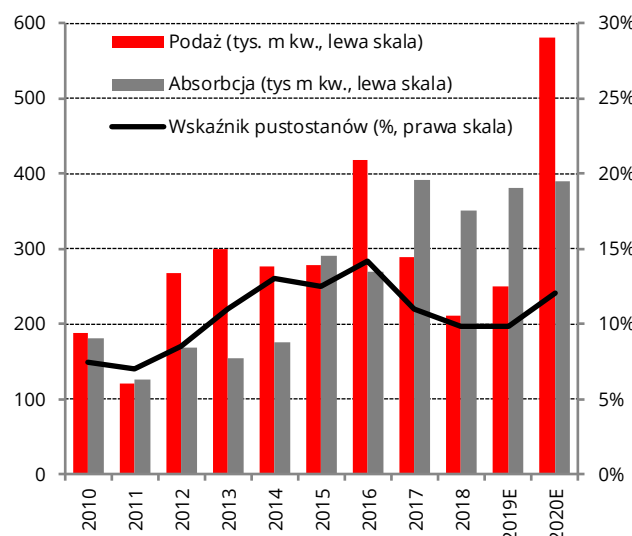
Rys. 36. Wartość transakcji nieruch. i PKB



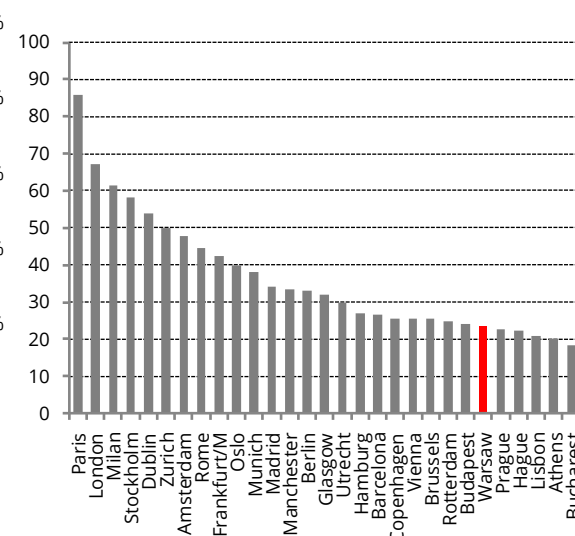
Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Źródło: Bloomberg, CBRE, JLL, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 37. Warszawa: popyt i podaż pow. biurowej



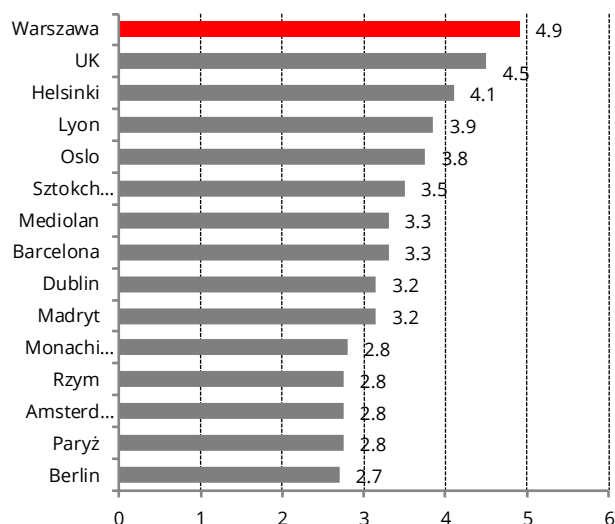
Rys. 38. Średni czynsz pow. biurowej (EUR/m kw./miesiąc)



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

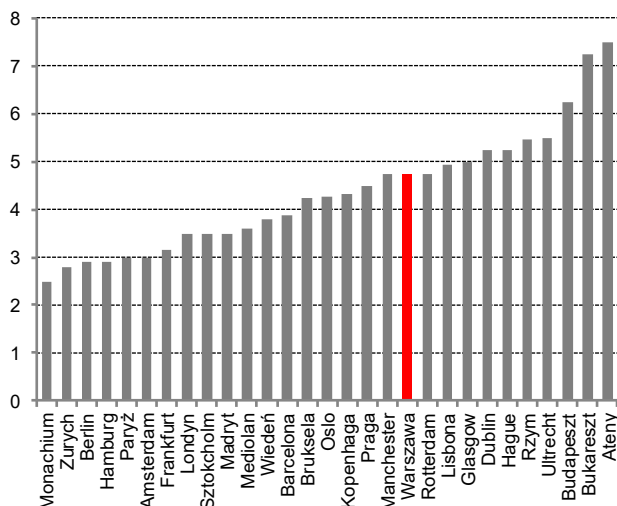
Źródło: CBRE, JLL, C&W, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 39. Średnia dochodowość powierzchni handlowej (%)



Źródło: CBRE, JLL, C&W, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 40. Średnia dochodowość powierzchni biurowej (%)



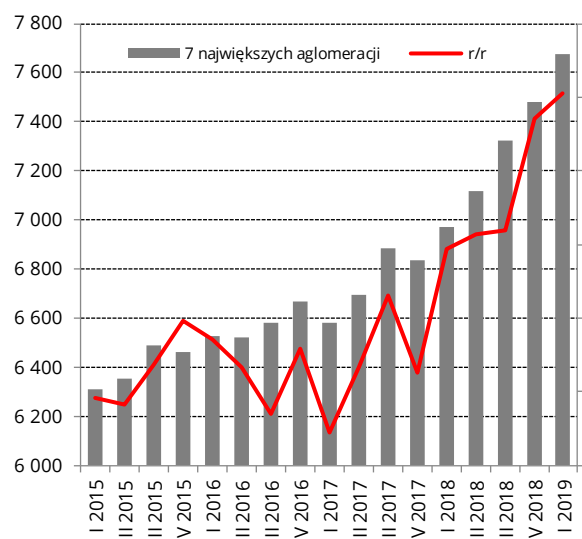
Źródło: CBRE, JLL, C&W, Santander Biuro Maklerskie

Poniżej główne czynniki wpływające na rynek nieruchomości mieszkaniowych:

- **Rosnące ceny mieszkań.** Ceny mieszkań w 1 kwartale 2019 r. w Polsce kontynuowały ścieżkę wzrostu zapoczątkowaną w 2018 roku. Rosnące ceny mieszkań pozwalają, w naszej opinii, na częściowe pokrycie wzrostu kosztów generalnego wykonawstwa. W ostatnich 3 latach ceny mieszkań w Polsce wzrosły wolniej niż średnio w krajach Europy Zachodniej.
- **Marże deweloperów na rekordowych poziomach.** Marże deweloperów mieszkaniowych osiągały rekordowe poziomy w roku 2018. To częściowo efekt rosnących cen mieszkań, relatywnie niskiej ceny ziemi kupionej kilka lat temu oraz kosztów budowy zakontraktowanych przed dynamicznym wzrostem, który miał miejsce w 2 połowie 2017 r. i roku 2018. Uważamy, że rok 2019 powinien zaowocować nadal wysokimi marżami deweloperów, jednak oczekujemy, że marże w dłuższym terminie spadną z ponadprzeciętnych poziomów notowanych w roku 2018 i 1 kwartale 2019 r. Będzie to efektem wspomnianego wzrostu kosztów budowy oraz wzrostu cen gruntów.
- **Wolumeny sprzedaży na satysfakcjonującym poziomie.** Wolumeny sprzedaży mieszkań spadły o ok. 11% w 2018 r. (dane dla 6 największych aglomeracji), po kilku latach nieprzerwanej hossy mieszkaniowej. Sprzedaż mieszkań odbiła w 4 kwartale 2018 roku kw./kw. i ustabilizowała się na zbliżonym poziomie kw./kw. w 1 kwartale 2019 roku. Uważamy, że obecny poziom sprzedaży jest satysfakcjonujący dla deweloperów.
- **Długotrwałe procedury administracyjne.** Wybory samorządowe w roku 2018 przyczyniły się do wolniejszego tempa wydawania pozwoleń na budowę mieszkań w konsekwencji podaż mieszkań spadła, co przy stabilnym popycie, wywołało wzrost cen. Liczba mieszkań oferowanych do sprzedaży w największych aglomeracjach ustabilizowała się w 2 połowie 2018 roku i 1 kwartale 2019 roku poniżej średniej z lat 2015-2017. Deweloperzy narzekają na wydłużone procedury administracyjne, co spowalnia proces wprowadzania mieszkań do sprzedaży.
- **Niska dostępność pracowników budowlanych.** Koszty generalnego wykonawstwa wzrosły o kilkadziesiąt procent w 2 połowie 2017 r. i 2018 r. To efekt wzrostu ceny materiałów budowlanych (stal, cement), a także niskiej dostępności kadry wykonawczej.

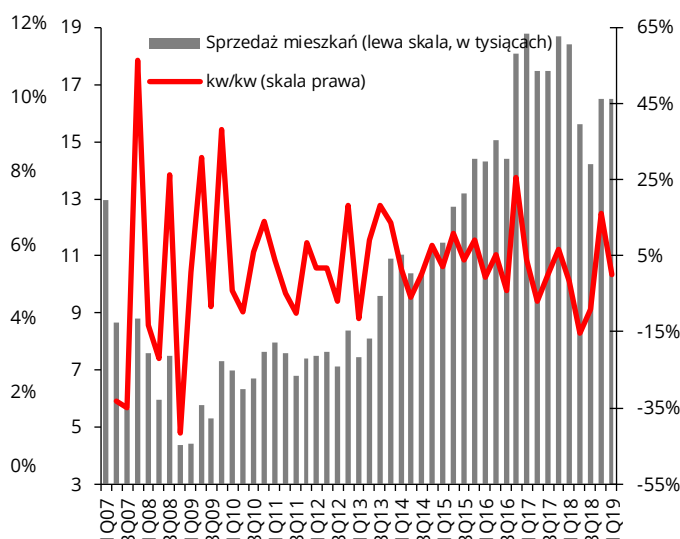
- **Wysoki udział sprzedaży za gotówkę.** Notowani na GPW deweloperzy sugerują, że do 40% mieszkań sprzedanych w 1 kwartale 2019 i 2018 roku było zakupami za gotówkę. Część tej sprzedaży to potencjalne zakupy w celach inwestycyjnych. Rosnące ceny mieszkań mogą ograniczyć popyt inwestycyjny w przyszłości (pod warunkiem, że stawki najmu nie wzrosną), podobnie jak potencjalny wzrost stóp procentowych.
- **Rosnące depozyty gospodarstw domowych.** Depozyty gospodarstw domowych zwiększyły się o 74 mld zł w ciągu ostatniego roku (16%), a przez ostatnie 5 lat o ok. 260 mld zł (ok. 90% wzrost). Skala depozytów może sugerować utrzymywanie się popytu inwestycyjnego w dającej się przewidzieć przyszłości.
- **Siła nabywcza wyższa niż 10 lat temu.** Rosnącym cenom mieszkań towarzyszą rosnące wynagrodzenia. W 1 kwartale 2019 r. średnia cena mieszkania była o ok. 16% wyższa niż w 1 kwartale 2009 r. W okresie tym średnie wynagrodzenie wzrosło o ok. 55%. W 1 kwartale 2019 r. średnie wynagrodzenie w Polsce wystarczyło do zakupu ok. 0,65 m kw. mieszkania (wg średniej ceny) i było to o 34% więcej niż w 1 kw. 2009 r.

Rys. 41. Średnia cena 1 m kw. mieszkania*



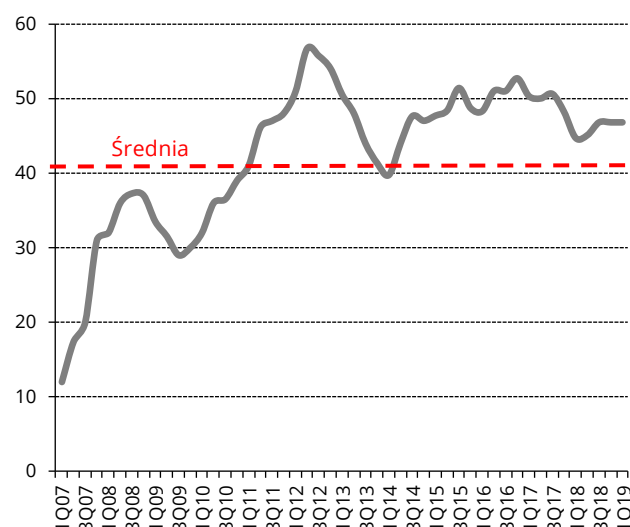
Źródło: REAS, Santander Biuro Maklerskie
*dane dla 7 największych aglomeracji

Rys. 42. Liczba sprzedanych mieszkań w aglomeracjach



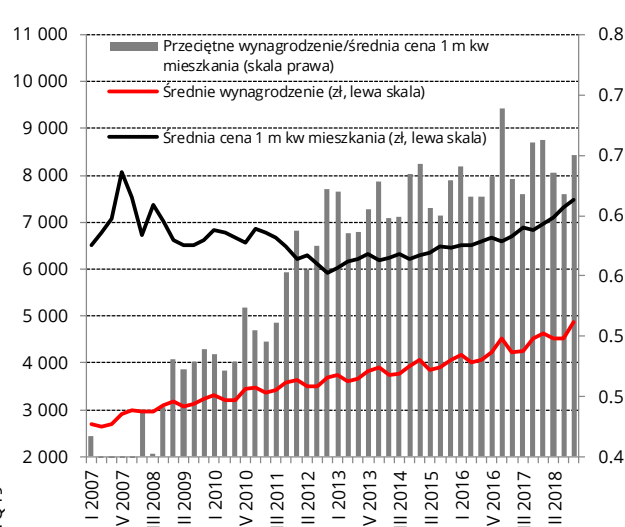
Źródło: REAS, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 43. Liczba mieszkań oferowanych do sprzedaży*



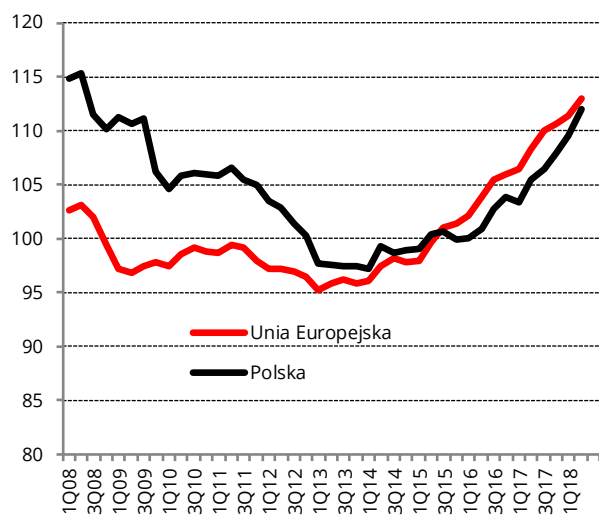
Źródło: REAS, Santander Biuro Maklerskie
*dane dla 7 największych aglomeracji

Rys. 44. Dostępność mieszkań za średnie wynagrodzenie

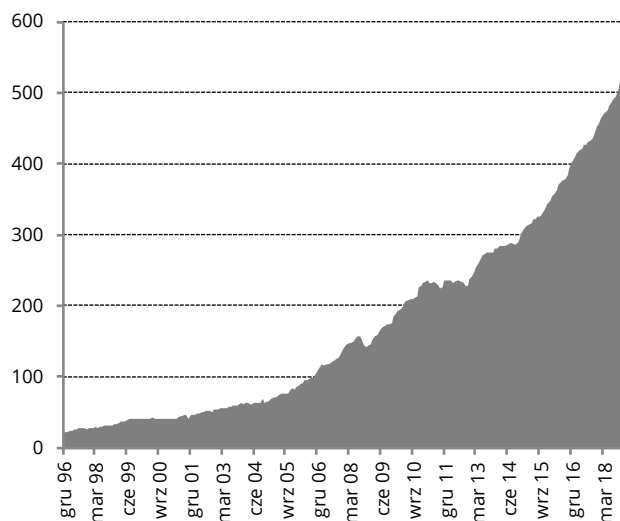


Źródło: GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 45. Ceny mieszkań w Polsce i UE



Rys. 46. Wartość depozytów gospodarstw domowych (mld zł)



Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie, 1 kw. 2015=100

Źródło: NBP, ZBP, Santander Biuro Maklerskie

Wyniki finansowe

Poniżej przedstawiamy wyniki kwartalne PHN za ostatnie 9 kwartałów. Spółka raportuje wyniki w podziale na trzy segmenty działalności: (1) najem, (2) sprzedaż mieszkań, oraz (3) pozostałe.

Zysk z segmentu najmu charakteryzował się lekką tendencją wzrostową w ostatnich kwartałach, co było efektem zakupu przez Spółkę nieruchomości biurowych.

Spółka nie wygenerowała istotnych wyników ze sprzedaży mieszkań w ostatnich kwartałach, z uwagi na fakt, że projekty deweloperskie są w trakcie budowy.

Na wyniki PHN wpływ mają przeszacowania wartości księgowej nieruchomości. Spółka dokonuje cyklicznej rewizji wartości księgowej posiadanego portfela. Na wycenę nieruchomości generujących dochód z najmu wpływ ma kurs EUR/PLN na koniec danego kwartału, z uwagi na fakt, że część umów najmu oparta jest na stawkach w EUR, a także poziom czynszów i wynajęcia.

Rys. 47. PHN: Wyniki kwartalne

PLNmn	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	y/y	q/q
Sprzedaż	40,7	40,4	40,4	39,9	40,4	40,4	43,8	44,4	43,1	7%	-3%
Najem	38,5	36,6	36,9	37,7	38,6	39,6	41,3	40,5	41,6	8%	3%
Sprzedaż mieszkań	0,6	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	-	-
Pozostałe	1,6	2,3	2,2	2,1	1,8	2,2	2,4	2,0	1,5	-17%	-25%
Zysk brutto	21,0	21,2	20,9	19,6	21,1	22,3	23,4	23,3	24,6	17%	5%
Najem	20,8	20,7	20,5	19,2	20,6	22,1	22,9	19,0	24,9	21%	31%
Sprzedaż mieszkań	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-	-
Pozostałe	0,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-	-
Rewaluacje	-15,9	-1,0	0,5	-2,2	2,5	14,7	-10,9	7,4	1,5	-	-
EBITDA	-2,0	13,9	15,3	10,5	17,4	25,8	7,9	15,3	20,1	16%	31%
EBITDA marża	-4,9%	34,4%	37,9%	26,3%	43,1%	63,9%	18,0%	34,5%	46,6%	3,6	12,2
EBIT	-2,3	13,6	15,0	10,2	17,1	25,5	7,6	15,0	19,9	16%	33%
EBIT marża	-5,7%	33,7%	37,1%	25,6%	42,3%	63,1%	17,4%	33,8%	46,2%	3,8	12,4
Skorygowany EBIT*	13,6	14,6	14,5	12,4	14,6	10,8	18,5	7,6	18,4	26%	142%
Zysk netto	-2,5	9,6	15,0	9,3	12,7	20,0	5,2	9,8	12,6	-1%	29%
Zysk netto marża	-6,1%	23,8%	37,1%	23,3%	31,4%	49,5%	11,9%	22,1%	29,2%	-2,2	7,2

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, * skorygowany o wynik rewaluacji

Zadłużenie finansowe PHN obejmuje kredyty bankowe oraz leasing. Dług netto na koniec 1 kwartału 2019 roku wyniósł 691 mln zł, co stanowiło 33% kapitałów własnych, poziom w naszej opinii pozostawiający przestrzeń do finansowania dłużnego kolejnych inwestycji (budowa i/lub akwizycje).

Prognozy finansowe

Główne założenia prognoz finansowych:

- Zysk z istniejącego portfela nieruchomości na wynajem prognozowany na stałym poziomie. Nie uwzględniamy przychodów z tytułu potencjalnych akwizycji. Od 3 kw. 2022P uwzględniamy przychody z najmu budynku biurowego Skysawa;
- Nie uwzględniamy w prognozach jakichkolwiek nowych projektów komercyjnych. Każdy taki projekt zwiększyłby potencjalnie koszty finansowe w krótkim terminie oraz zyski z najmu po zakończeniu przedmiotowej inwestycji;
- Zakładamy zyski z segmentu mieszkaniowego w latach 2019P-21P, obejmujące projekty: (1) Vis-a-Vis 1, (2) Vis-a-Vis 2, (3) Młoda Białoleśka, oraz (4) Yacht Park 1. Nie uwzględniamy w prognozach innych projektów mieszkaniowych. Realizacja pozostałych projektów przygotowywanych przez Spółkę stanowi potencjał wyższych prognoz wyników z sektora mieszkaniowego;
- Zakładamy 18% marżę brutto w segmencie mieszkaniowy, co wydaje się konserwatywnym założeniem w świetle 20-30% marż generowanych średnio przez deweloperów mieszkaniowych;
- Nie zakładamy kontrybucji z sektora mieszkaniowego w roku 2022P;
- Prognozujemy płaskie koszty administracyjne w całym horyzoncie prognozy.

Rys. 48. PHN: Rachunek zysków i strat

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	175	159	169	193	345	306	185
Koszty bezpośrednie	-96	-76	-83	-95	-221	-190	-79
Zysk brutto	79	83	86	98	124	117	106
Koszty administracyjne	31	31	32	34	34	34	34
Pozostała działalność operacyjna	-3	-15	12	4	0	0	0
EBITDA	46	38	67	69	91	84	74
EBIT	45	37	65	68	90	83	72
Przychody finansowe netto (koszty) i inne	-15	-9	-7	-21	-20	-22	-27
Zysk przed opodatkowaniem	30	28	58	47	69	61	45
CIT	0	-2	-11	-9	-13	-12	-9
Zysk netto	31	31	48	38	56	49	37

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 49. PHN: Bilans

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa krótkoterminowe	216	238	286	300	221	198	171
Gotówka	76	104	114	129	49	27	10
Aktywa długoterminowej	2465	2405	2497	2502	2676	2779	2978
Aktywa razem	2681	2643	2783	2802	2896	2978	3149
Zobowiązania krótkoterminowe	104	100	315	315	315	315	315
Zobowiązania finansowe	536	486	379	379	429	479	629
Zobowiązania długoterminowe	583	530	420	420	470	520	670
Zobowiązania finansowe	25	20	150	150	150	150	150
Kapitał własny	1994	2013	2048	2067	2111	2143	2164
Zobowiązania razem	2681	2643	2783	2802	2896	2978	3149

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 50. PHN: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	32	70	83	59	78	73	65
Przepływy inwestycyjne	-281	10	-57	-5	-175	-105	-200
Przepływy finansowe	199	-52	-16	-40	18	10	107
Dywidendy	-20	-12	-13	-19	-15	-21	-19
Zmiana stanu gotówki	-50	28	10	14	-80	-22	-27

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 51. PHN: Marże

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Marża brutto	45%	52%	51%	51%	36%	38%	58%
Marża EBITDA	26%	24%	39%	36%	26%	27%	40%
Marża EBIT	26%	23%	39%	35%	26%	27%	39%
Marża netto	18%	20%	28%	20%	16%	16%	20%
Marża brutto segmentu najmu	50%	54%	53%	56%	55%	55%	58%
Marża brutto segmentu mieszkań	-	-	-	18%	18%	18%	-

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Santander Bank Polska

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

Equity Research Department

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 & Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Adviser Equity Analyst, Games, Health Care, Industrials</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&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&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

Sales & Trading Department

Kamil Kalemba, <i>Head of Institutional Equities</i>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@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 jakakolwiek 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.

Opinii 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 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”/„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 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 jej 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://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 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 ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIAENIA

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

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany przynajmniej 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.

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 ale 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.

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 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 następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę 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. 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.