

Kupuj, 95,00 PLN

Inicjacja

31 lipca 2020 r., 07:30

W ogniu zmian strukturalnych

MLP Group jest jednym z wiodących deweloperów i właścicieli nieruchomości przemysłowych w Polsce, oferującym nowe powierzchnie w modelu build-to-suit. Działalność magazynowa jest względnie odporna na pandemię koronawirusa z uwagi na kluczową rolę, jaką magazyny odgrywają w modelach biznesowych najemców, coraz szybszy rozwój e-commerce i długoterminowy charakter umów najmu. Po wybudowaniu sieci centrów logistycznych we wszystkich głównych aglomeracjach Polski MLP Group zaczyna ekspansję w Niemczech. Wejście na drugi rynek będzie impulsem dla rozwoju spółki. Sfinalizowane niedawno zakupy gruntów pozwolą MLP Group podwoić portfel generujących przychód z najmu aktywów w ciągu kolejnych czterech lat. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla MLP Group od KUPUJ z ceną docelową 95 zł za akcję.

Beneficjent globalnych trendów

Pandemia COVID-19 przyspieszyła zmiany strukturalne na globalnym rynku handlowym (rosnący udział sprzedaży on-line). W efekcie rola magazynów wzrosła kosztem sklepów stacjonarnych. Przykładem tego procesu jest konwergencja stóp kapitalizacji w segmencie przemysłowym i handlowym, do której doszło już w krajach Europy Zachodniej. Zakłócenia globalnych łańcuchów dostaw, związane z COVID-19, to kolejna istotna kwestia, która naszym zdaniem powinna zwiększyć popyt na powierzchnię przemysłową.

Ekspansja na rynek niemiecki

MLP Group posiada lub zabezpieczyła w drodze listów intencyjnych bank ziemi na niemal 700.000 m², co pozwoli jej podwoić portfel nieruchomości generujących zwrot. Spółka posiada rezerwę gruntów zlokalizowaną w 12 centrach logistycznych, głównie w Polsce i w Niemczech. Strategiczne plany spółki zakładają, iż na rynku niemieckim spółka będzie posiadać 50% portfela projektów deweloperskich.

Podwyższenie kapitału przyspieszy wzrost

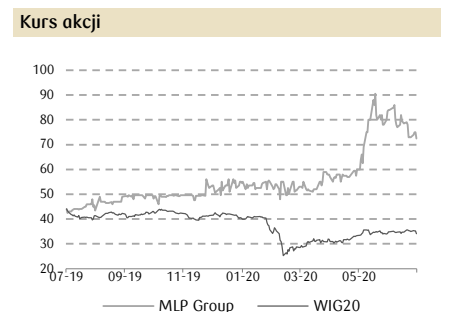
Spółka rozważa podwyższenie kapitału, co znacząco zwiększyłoby elastyczność gotówkową i przyspieszyło rozwój poprzez zakupy gruntów przy jednoczesnym zachowaniu bezpiecznej struktury kapitału. W czerwcu akcjonariusze upoważnili Zarząd do emisji do 18% nowych akcji w ciągu trzech lat.

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	142	140	187	229	285
Zysk brutto na sprzedaży	81	84	113	139	173
Marża brutto	57%	60%	60%	61%	61%
Rewaluacja	89	121	171	168	215
EBIT	151	180	262	282	362
FFO	40	33	57	69	89
Zysk (strata) netto	92	129	175	209	250
P/E	8,6	6,5	7,5	6,3	5,2
P/BV	1,0	0,9	1,2	1,0	0,8
FFO yield	3,0	2,5	4,3	5,3	6,8
Stopa dywidendy	0,25	0,30	0,00	0,86	1,06
EPS	5,10	7,14	9,64	11,53	13,81
DPS	0,18	0,22	0,00	0,62	0,77

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	72,50
Upside	31%
Liczba akcji (mn)	18,11
Kapitalizacja (mln PLN)	1 313,21
Free float	26%
Free float (mln PLN)	339
Free float (mln USD)	91
EV (mln PLN)	2 384,94
Dług netto (mln PLN)	1 071,73

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Cajamarca Holland B.V.	56,97
Thesinger Limited	9,78
Aegon OFE	6,35
MetLife OFE	5,24



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-0,5%	-13,2%
3 miesiące	6,9%	25,0%
6 miesięcy	-15,2%	33,0%
12 miesięcy	-22,1%	64,8%
Min 52 tyg. PLN		42,40
Max 52 tyg. PLN		90,50
Średni dzienny obrót mln PLN		0,07

Analityk	
Piotr Zybała	
+48 883 370 284	
piotr.zybal@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

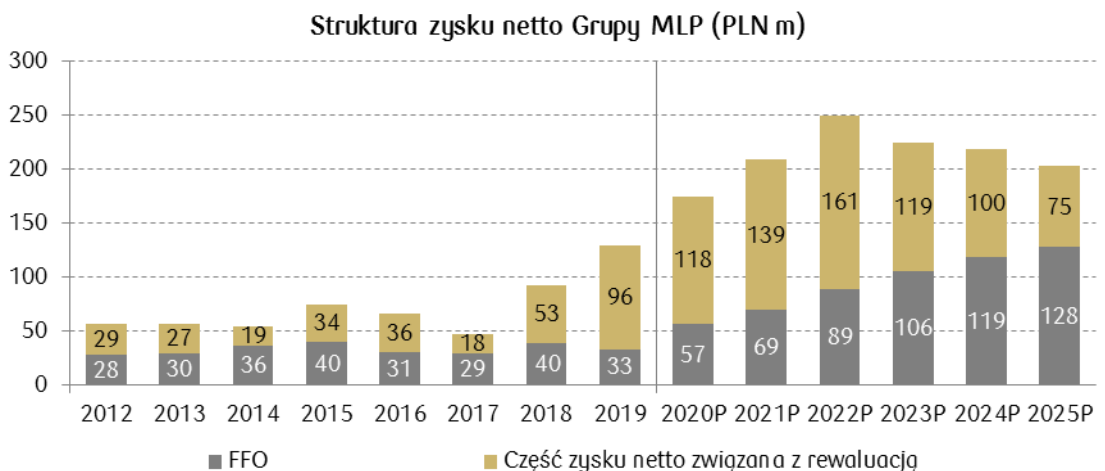
Argumenty inwestycyjne

Magazyny należą do nielicznych klas nieruchomości, które nie tylko mogą obronić się przed negatywnymi krótkoterminowymi konsekwencjami pandemii COVID-19, ale powinny także skorzystać na zmianach strukturalnych na globalnym rynku nieruchomości i rosnącej wadze e-commerce. Jako deweloper nowoczesnej powierzchni magazynowej, MLP Group jest w samym sercu tych zmian.

MLP Group wypracowała już sobie mocną pozycję konkurencyjną na **polskim** rynku, gdzie oferuje ok. **600.000 m²** powierzchni ok. **300 klientom**, głównie z branży logistycznej, spożywczej, produkcyjnej i handlowej. Dzięki niedawno nabytym gruntom spółka ma odpowiednie zasoby, by w nadchodzących latach zintensyfikować wzrost. W ciągu ostatnich trzech lat jej portfel nieruchomości generujących przychód z najmu zwiększał się o 80.000-90.000 m² rocznie. Naszym zdaniem, po dodaniu projektów niemieckich wzrost ten powinien podskoczyć do ok. **150.000 m² rocznie w ciągu kolejnych 4 lat**. Plany strategiczne Zarządu spółki zakładają roczną budowę 200.000 m², podzielonych równo między Polskę a Niemcy.

Ekspansja na rynek niemiecki (i austriacki) to ważna część strategii spółki. W Polsce MLP Group ma rezerwy gruntów w 5 głównych aglomeracjach, co wystarcza do utrzymania tempa wzrostu z ostatnich trzech lat. Projekty na **270.000 m²** w **6 lokalizacjach w Niemczech** dodatkowo przyspieszą wzrost portfela w latach 2021-2023.

Oczekujemy, że realizowane przez spółkę projekty na rynku niemieckim wygenerują wyższą marżę deweloperską w porównaniu z projektami w Polsce. **Zysk z rewaluacji** powinien stanowić w nadchodzących latach główne źródło zysku netto i zwiększyć **ROE** spółki z ok. 12% w 2014-2019 r. do ok. 17% rocznie w ciągu kolejnych pięciu lat. Ponadto szacujemy, że **FFO** spółki (zysk gotówkowy netto) **potroi się w latach 2022-2023** w porównaniu z 2019 r.



Źródło: BM PKO BP

MLP Group **reinvestuje większość zysków**. Nie zakładamy dywidendy w 2020 r., natomiast w latach 2021-2023 zakładamy umiarkowaną wypłatę na poziomie 20-30% FFO.

W ciągu ostatnich dwóch lat **LTV** MLP Group ustabilizował się na poziomie ok. 40%. Z uwagi na wzrost portfela realizowanych projektów **LTV** powinien zwiększyć się do ok. **45%** na koniec **2020 r.** i **50%** na koniec **2021 r.**, a następnie utrzymać się na tym poziomie w kolejnych latach. Docelowo,

Zarząd chciałby utrzymać **LTV poniżej poziomu 50%**. Spółka rozważa **podwyższenie kapitału**, co przyspieszyłoby rozwój przy jednoczesnym utrzymywaniu dźwigni finansowej na bezpiecznym poziomie. W czerwcu **akcjonariusze MLP Group upoważnili Zarząd do emisji do 18% nowych akcji** w ciągu trzech kolejnych lat. Nie zakładamy tej emisji w naszej prognozie, ale uważamy za wysoce prawdopodobne, że Zarząd podejmie tę decyzję, by wykorzystać okazje rynkowe.

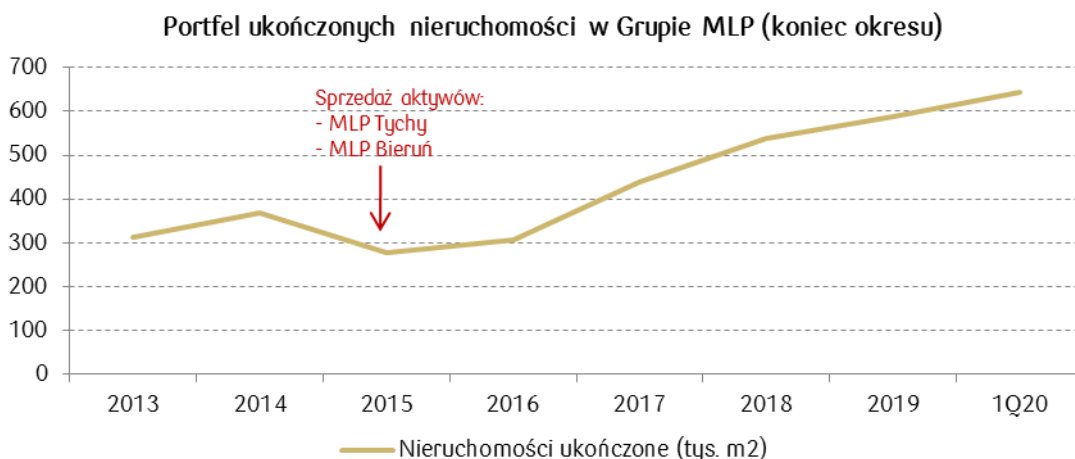
Główne fakty o MLP Group

Historia

MLP Group działa na rynku nieruchomości komercyjnych od 1998 r., kiedy to powstał jej pierwszy park logistyczny w Pruszkowie pod Warszawą. W kolejnych latach spółka rozwijała swój portfel, ale Pruszków pozostał do dziś jej najważniejszą lokalizacją, reprezentującą ok. 50% łącznej wartości aktywów brutto.

W 2013 r. spółka z powodzeniem weszła na GPW jako pierwszy deweloper nieruchomości przemysłowych zbierając 72 mln PLN (cena emisyjna: 24 PLN). Środki z emisji wykorzystano na finansowanie prowadzonych projektów i zakup nowych gruntów.

W 2015 r. MLP Group sprzedała dwa parki logistyczne (MLP Tychy i MLP Bieruń), które stanowiły ok. 1/3 generującego dochody portfela, i przeznaczyła kwotę netto ze sprzedaży na wypłatę dywidendy nadzwyczajnej (42 mln PLN – jedyna większa dystrybucja środków w historii spółki) oraz zakup gruntów. Dezynwestycje miały negatywny wpływ na wyniki spółki w 2016 i 2017 r., ale jednocześnie pozwoliły jej poszerzyć działalność na inne rynki, w tym niemiecki.



Źródło: Grupa MLP

Organy spółki

Zarząd MLP Group składa się z trzech osób (z których każda współpracuje ze spółką przynajmniej od 2015 r.):

- **Radosław T. Krochta (Prezes Zarządu)** – wcześniejsze doświadczenie w sektorze finansowym (CFO Dresdner Bank Polska) i konsultingowym (Deloitte, PWC). Dołączył do MLP Group w 2010 r., pozycję CEO objął w 2016 r.
- **Michael Shapiro (Wiceprezes Zarządu)** – ponad 30 lat doświadczenia w sektorze nieruchomości. Prezes Zarządu w latach 1995-2016.
- **Tomasz Zabost (Członek Zarządu)** – ponad dwudziestoletnie doświadczenie w zarządzaniu nieruchomościami komercyjnymi. Poprzednio zatrudniony przez 7 lat w ProLogis na stanowisku Dyrektora ds. Zarządzania Projektami. Wcześniej zarządzał projektami w Dragados, Librecht&Wood, E&L Project i Ghelamco. W MLP pracuje od 2015 r. jako Dyrektor ds. Zarządzania Projektami.

Rada Nadzorcza obejmuje 6 osób. Trzy z nich, w tym przewodniczącego, wyznacza główny akcjonariusz (Cajamarca Holland B.V), a jednego MIRO B.V.

Struktura udziałowa

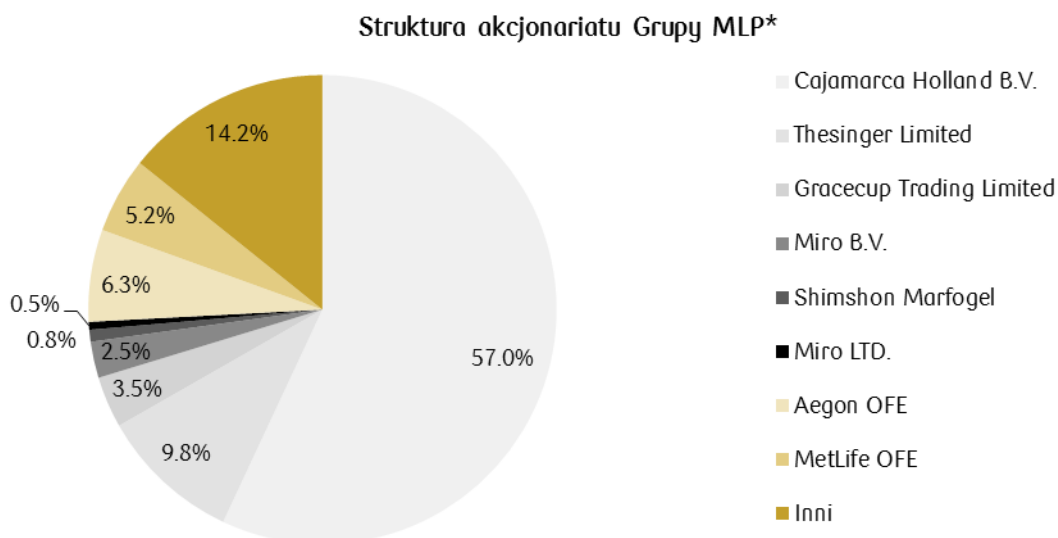
Nadrzędną spółką kontrolującą Grupy jest **Israel Land Development Company Ltd.** (ILDC), której akcje są przedmiotem obrotu na giełdzie w Tel Awiwie. ILDC kontroluje pośrednio **66,8%** akcji MLP Group poprzez dwie spółki holdingowe: Cajamarca Holland B.V. i Thesinger Limited.

Kolejne **7,4%** akcji kontrolują członkowie **Zarządu i Rady Nadzorczej** MLP Group:

- 3,5% - p. Eytan Levy (wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej) poprzez Gracecup Trading Limited
- 3,0% - p. Michael Shapiro (wiceprezes Zarządu) poprzez Miro B.V. i Miro LTD
- 0,8% - p. Shimshon Marfogel (przewodniczący Rady Nadzorczej)

Ponadto p. Shapiro i p. Levy mają udziały w Cajamarca Holland B.V.

Free float wynosi **25,8%** akcji.



Źródło: Grupa MLP, *udział w kapitale równa się udziałowi w głosach

Model biznesowy

Spółka specjalizuje się w **działalności deweloperskiej i zarządzaniu centrami magazynowymi**. Nieruchomości wznoszone przez MLP Group pozostają w posiadaniu spółki jako źródło stabilnego **dochodu z najmu**. Aktualny model biznesowy nie przewiduje dezinvestycji generujących dochody aktywów, chociaż spółka sprzedała już w przeszłości kilka nieruchomości. Wyplacane dywidendy są niskie, ponieważ większość wytworzonego zysku jest reinwestowana w nowe projekty. W przeszłości działalność spółki koncentrowała się na rynku **polskim**. Teraz jednak MLP Group ma zaawansowane plany ekspansji na teren **Niemiec** jako drugiego rynku głównego.

Proces deweloperski

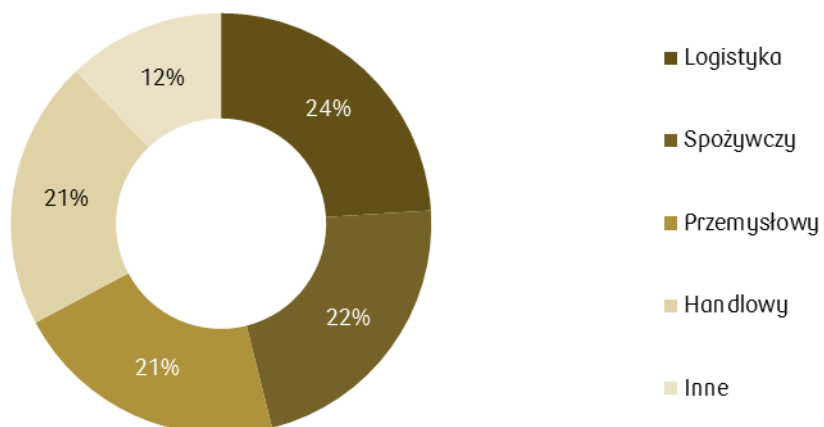
MLP Group kontroluje kluczowe etapy procesu deweloperskiego od wyboru i nabycia działki przez stworzenie projektu, uzyskanie pozwolenia na budowę i proces budowy po komercjalizację i zarządzanie nieruchomością. Spółka realizuje inwestycje w modelu **built-to-suit (BTS)** (budowa magazynów dopasowanych do indywidualnych potrzeb najemców). W porównaniu ze spekulacyjnym modelem deweloperskim ogranicza to ryzyko komercjalizacji.

1. **Wybór i nabycie gruntu:** Kluczowym kryterium jest położenie w pobliżu głównych aglomeracji i infrastruktury transportowej. W **Polsce** spółka prowadzi parki logistyczne w tzw. Wielkiej Piątce (Warszawa, Górny Śląsk, Łódź, Wrocław, Poznań) i w Lublinie. W **Niemczech** plany strategiczne MLP Group przewidują działalność na rynkach głównych: Hamburg, Monachium, Berlin, Frankfurt i Zagłębie Ruhry.
2. **Komercjalizacja:** Model build-to-suit zakłada komercjalizację na wczesnym etapie inwestycji. Spółka współpracuje z zewnętrznymi agencjami nieruchomości, ale wykorzystuje także długoterminowe relacje z planującymi ekspansję klientami. Standardowy okres umów najmu to **5-10 lat** w Polsce (aktualny średni ważony okres najmu **WAULT** portfela spółki to **8,2 roku**). Umowy najmu w Niemczech są zwykle zawierane na dłuższy okres, który często przekracza 10 lat.
3. **Projektowanie:** W tym etapie procesu aktywny udział biorą najemcy. Projektowanie przestrzeni pod wynajem zgodnie z wymogami klientów ma na celu ograniczenie rotacji w długim terminie.
4. **Pozwolenia na budowę i proces budowy:** spółka samodzielnie uzyskuje niezbędne pozwolenia, wybiera zewnętrznego głównego wykonawcę i sprawuje nadzór nad procesem budowy. Koszty wszystkich prac pokrywa wynagrodzenie ryczałtowe. Proces budowy trwa zwykle ok. 6 miesięcy.
5. **Zarządzanie nieruchomością:** MLP świadczy na rzecz swoich najemców kompleksowe usługi zarządzania nieruchomościami. Nie jest to dla spółki źródło dodatkowego dochodu.

Klienci

Grupa klientów spółki obejmuje aktualnie ok. **300 najemców** z różnych branż. Żaden z nich nie generuje więcej niż 10% przychodów grupy. **10 największych najemców** reprezentuje wspólnie **38%** łącznej zajętej powierzchni aktywów MLP Group.

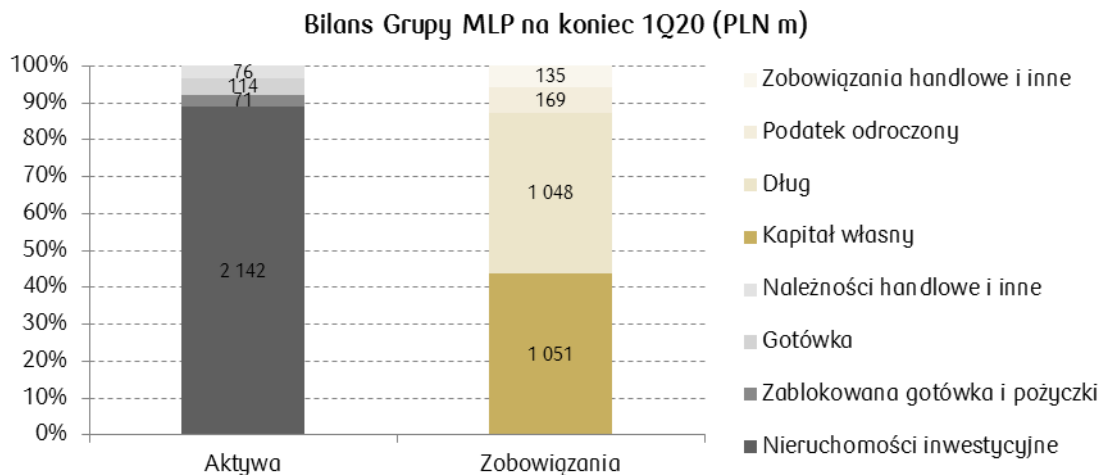
Najemcy według sektorów w Grupie MLP (%)



Źródło: Grupa MLP

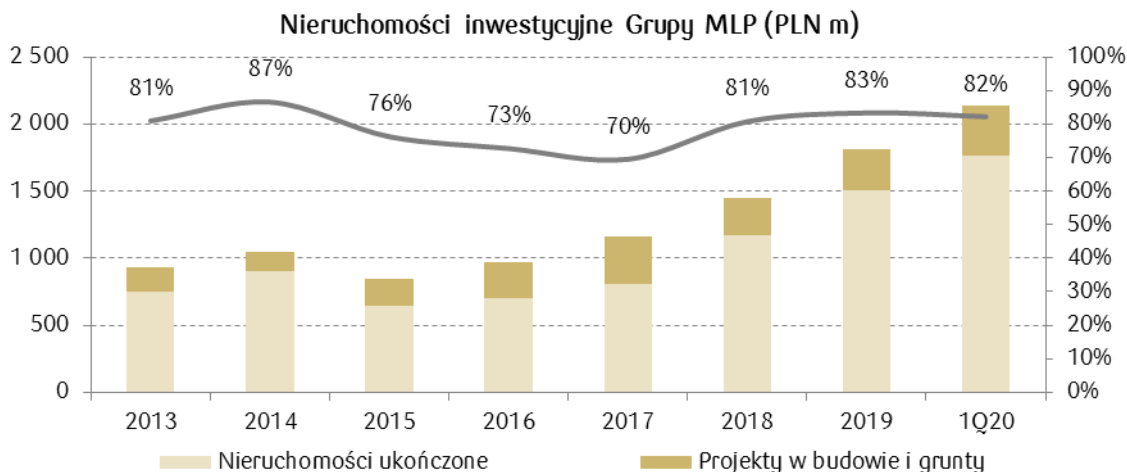
Portfel nieruchomości

Bilans MLP Group jest przejrzysty i typowy dla podmiotu wynajmującego nieruchomości komercyjne. Brak w nim także aktywów niezwiązanych z działalnością podstawową. **Nieruchomości inwestycyjne** stanowią **89%** łącznej wartości aktywów, a **środki pieniężne 5%**. Nieruchomości inwestycyjne spółki finansowane są **kapitałem i długiem** (obligacje i kredyty bankowe) w stosunku **50/50**.



Źródło: Grupa MLP, szacunki BM PKO BP

W ciągu ostatnich 5 lat widoczny jest dynamiczny rozwój **generujących dochody nieruchomości inwestycyjnych** (CAGR 25%). Tempo wzrostu w ciągu ostatnich 12 miesięcy było jeszcze wyższe z uwagi na intensywną działalność deweloperską spółki oraz umocnienie się kursu EUR/PLN (pozytywna rewaluacja walutowa). **Portfel projektów w realizacji** oraz grunty stanowią ok. 15-20% łącznych nieruchomości i stanowią zabezpieczenie naszych długoterminowych prognoz wzrostu.



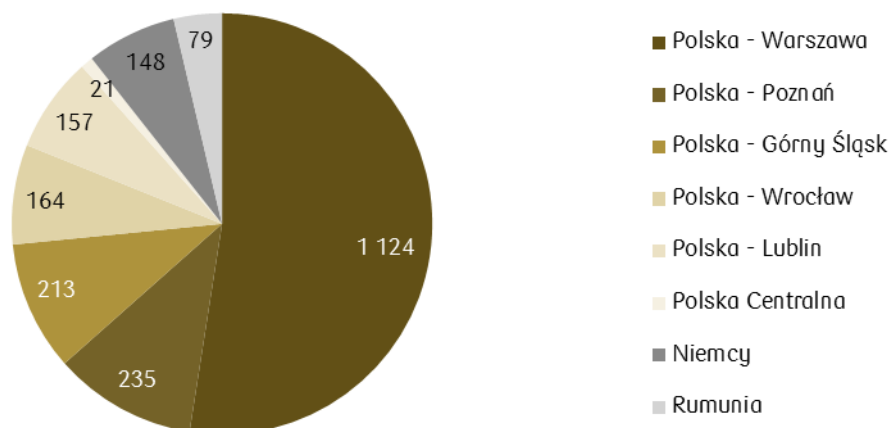
Źródło: Grupa MLP, szacunki BM PKO BP

Na koniec 1Q20 **89%** nieruchomości inwestycyjnych spółki (wg wartości) zlokalizowanych było w Polsce. Baza nieruchomości w Polsce jest zróżnicowana, ponieważ spółka obecna jest na rynkach 6 aglomeracji, w których prowadzi działalność związaną z realizacją lub zarządzaniem 12 parków logistycznych. Spółka posiada trzy parki w okolicach **Warszawy** (Pruszków I, Pruszków II, Teresin), które reprezentują 52% łącznej wartości portfela. Kolejne cztery lokalizacje, czyli **Poznań**, **Górny Śląsk**, **Lublin** i **Wrocław**, stanowią łącznie 36% wartości portfela. Spółka nabyła niedawno nową działkę w Łodzi, która będzie jej pierwszą lokalizacją w **centralnej Polsce**.

7% portfela zlokalizowane jest w **Niemczech** – na drugim strategicznym rynku spółki. Pierwszy projekt nabyto w 2017 r. w Zagłębiu Ruhry (Unna). W 2020 r. spółka zakupiła dwie nowe działki – jedną na południe od **Berlina**, a drugą w pobliżu **Düsseldorfu** (Schwalmtal).

Jedyna lokalizacja spółki w Rumunii (3% portfela) położona jest w zachodniej części **Bukaresztu**. Spółka będzie w dalszym ciągu rozwijać ten park w oparciu o posiadane rezerwy gruntowe, ale nie planuje dalszej ekspansji na rynku rumuńskim.

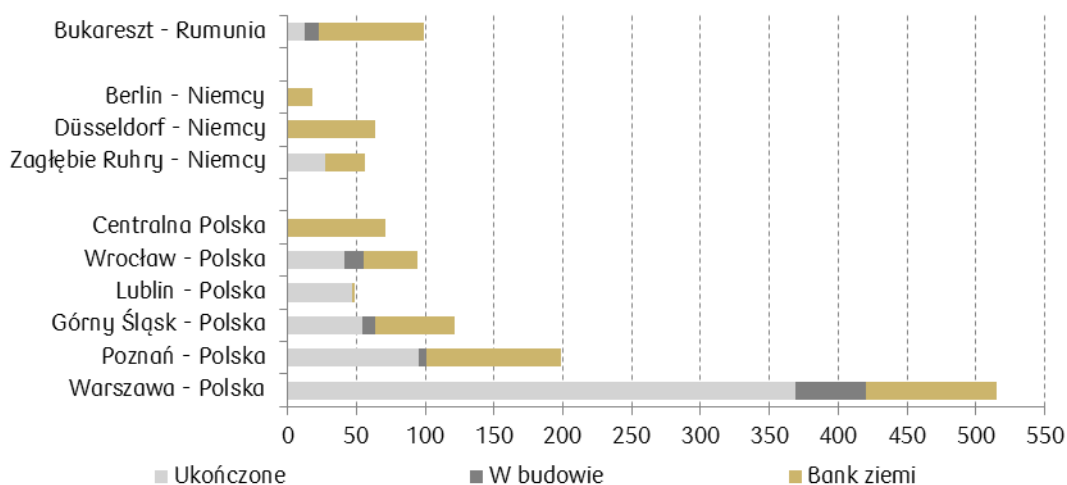
Nieruchomości inwestycyjne - podział geograficzny (PLN m)



Źródło: szacunki BM PKO BP, Grupa MLP

Docelowy wolumen nieruchomości MLP Group wynosił na koniec 1Q20 **1.286.000 m²** powierzchni najmu. Ukończone aktywa generujące przychód stanowią 50% tej powierzchni (645.000 m²). Pozostała część to nieruchomości w budowie (90.000 m²) z oczekiwanym terminem realizacji na koniec 3Q20 oraz bank ziemi (551.000 m²).

Nieruchomości inwestycyjne ukończone oraz bank ziemi na koniec 1Q20 (tys. m²)



Źródło: Grupa MLP

W 1H20 MLP Group zarezerwowała działki w **Wiedniu** (9,8 ha) i **Gelsenkirchen** (11,6 ha). Nabywanie obu tych działek planowane jest na 2H20. Ponadto pod koniec bieżącego roku spółka sfinalizuje umowę długoterminowej dzierżawy (60-90 lat) gruntu pod projekt logistyczny w **Kolonii**. Trzy wymienione działki mają 136.000 m² powierzchni najmu i zapewnią MLP Group obecność w sześciu różnych lokalizacjach na terenie Niemiec/Austrii.

Łącznie MLP Group posiada lub zabezpieczyła w drodze listów intencyjnych rezerwy ziemi na niemal 700.000 m², co pozwoli jej podwoić portfel generujących dochód aktywów. Znaczne zróżnicowanie banku ziemi między **12 obszarami logistycznymi** w Polsce, Niemczech i stolicy Rumunii powinno przyspieszyć proces rozwoju w nadchodzących latach. **Celem strategicznym Zarządu** na kolejne lata jest realizować ok. **200.000 m² nowej powierzchni rocznie** (100.000 w Polsce i 100.000 w Niemczech/Austrii). Cel ten wydaje się osiągalny w obliczu korzystnego otoczenia rynkowego i stabilnego banku ziemi, ale w naszych prognozach zakładamy bardziej konserwatywny scenariusz 150.000 m² nowej powierzchni rocznie w okresie 2021-2023 (25% poniżej wartości docelowej Zarządu spółki).

Nieruchomości generujące przychód z najmu

Spółka mierzy wartość godziwą portfela nieruchomości dwa razy do roku, 30 czerwca i 31 grudnia, o ile nie zajdą zmiany wymagające dodatkowego pomiaru. Wycena opiera się na raportach sporządzonych przez niezależnych rzeczoznawców. **Stopy kapitalizacji** stosowane dla aktywów zlokalizowanych w **Polsce** sięgają od 5,75% do 7,00% - średnio **6,6%** w oparciu o nasze szacunki. W przypadku parku logistycznego w **Bukareszcie** stopę kapitalizacji ustalono na **8,4%**.

W 2019 r. średnie stopy kapitalizacji nieruchomości generujące przychód z najmu zmniejszyły się o ok. 0,6 pp, ale aktualna rentowność portfela i tak utrzymuje się ok. **0,4 pp ponad średnią dla najwyższych czynszów w Polsce** wg szacunków JLL. W długim terminie widzimy możliwość zysków z rewaluacji portfela nieruchomości MLP Group generujących przychód z najmu z uwagi na **(1)** konwergencję stóp kapitalizacji stosowanych przez spółkę z poziomem rynkowym oraz **(2)** dalsze ograniczenie rentowności w Polsce w ramach szerszego trendu obserwowanego w Europie.

Umowy najmu są zasadniczo **denominowane w EUR**, co także oznacza, że wszystkie nieruchomości w dacie bilansowej wyceniane są w EUR. W oparciu o dane udostępnione przez spółkę szacujemy, że **miesięczny czynsz transakcyjny** dla polskich aktywów wzrósł w 2019 r. o 5% do **3,6 EUR**. Czynsze stosowane przez Grupę mogą się wydawać stosunkowo wysokie w porównaniu ze średnimi wartościami szacunkowymi dla Polski (przedstawionymi na s. 12), dane te nie są jednak w pełni porównywalne z uwagi na różnice w standardzie wykończenia, który w przypadku projektów BTS może się znacząco różnić. Stosowane przez spółkę czynsze transakcyjne obejmują także przestrzeń biurową, która udostępniana jest na życzenie klienta i w przeliczeniu na m² jest bardziej kosztowna.

Czynsze i stopy kapitalizacji ukończonych nieruchomości Grupy MLP w Polsce

Park logistyczny	Pow. (m2)	Czynsz nominalny (EUR/m2/mies.)		Stopa kapitalizacji (%)	
		2018	2019	2018	2019
Pruszków I	168 334	3,3	3,3	8,00%	6,88%
Pruszków II	159 663	3,4	3,8	7,02%	6,75%
Poznań	48 389	4,0	3,6	7,13%	6,88%
Poznań West	8 813	-	6,4	-	5,75%
Lublin	46 424	3,6	3,6	7,14%	6,00%
Teresin	37 954	2,9	2,9	7,05%	7,00%
Gliwice	35 564	3,6	3,6	6,25%	6,13%
Wrocław	26 100	3,8	3,9	6,25%	6,00%
Czeladź	18 891	4,3	3,9	6,25%	6,00%
Suma / Średnia ważona	550 132	3,42	3,60	7,27%	6,64%

Źródło: Grupa MLP, szacunki BM PKO BP

Portfel projektów deweloperskich

Z 12 projektów deweloperskich, dla których spółka zabezpieczyła już działki, 5 zlokalizowanych jest w Polsce, 6 w Niemczech/Austrii, a 1 w Rumunii.

W Polsce rezerwa gruntów obejmuje pięć największych regionów logistycznych i jest bardzo dobrze zdywersyfikowana. W każdym z tych obszarów rezerwa zabezpiecza między 40.000 a 100.000m² powierzchni najmu. Działki zlokalizowane są zwykle w istniejących parkach logistycznych, w których zapewniono podstawową infrastrukturę, a uzyskanie pozwolenia na budowę nie powinno stanowić problemu.

W Niemczech MLP Group stawia dopiero pierwsze kroki. Co prawda spółka nabyła tam pierwszą działkę w 2017 r., ale prawdziwa ekspansja rozpoczęła się dopiero w tym roku. Ostatnie nabycia gruntów powinny skutkować szybkim rozwojem portfela w latach 2021-2023.

W Unnie istniejący obecnie stary magazyn zostanie zastąpiony nowym i większym (56.500 m2). Znalaziono już najemcę całej powierzchni, ale rozpoczęcie procesu budowy planuje się na kolejny rok.

Projekt w Berlinie (18.000 m2) jest stosunkowo zaawansowany. Pozwolenie na budowę jest ważne. Wybrano już głównego wykonawcę. Trwające rozmowy z potencjalnymi najemcami powinny skutkować w nadchodzących miesiącach podpisaniem pierwszych umów najmu.

Realizacja projektu w Schwalmtal (60.000 m2) jest na wczesnym etapie. W miejsce starych budynków MLP Group zbuduje nowoczesną powierzchnię przemysłową. Uzyskania pozwolenia na budowę oczekuje się w nadchodzącym roku. Wysłano już pierwsze oferty do potencjalnych najemców.

W Kolonii, w dobrej lokalizacji – zaledwie 10 km od centrum miasta – planowany jest projekt o powierzchni 30.000 m2, po którym można oczekiwać ponadprzeciętnych przychodów z najmu. Zawarto już porozumienie wstępne w sprawie dzierżawy długoterminowej. Spółka powinna rozpocząć dzierżawę w 2021 r., a budowę na przełomie 2021/2022 r.

W Wiedniu (50.000 m2) MLP Group ma możliwość zakupu jeszcze jedną działkę w centrum miasta, odpowiednią na potrzeby logistyki miejskiej/Last Mile. Proces zakupu powinien się zakończyć w 4Q20, a komercjalizacja/budowa pierwszego etapu rozpoczęłaby się w 2021 r.

W **Gelsenkirchen** (56.000 m²) MLP Group podpisała list intencyjny i ma wyłączność na przeprowadzenie badania due diligence. Zakładając zakup gruntu do końca 2020 r. proces budowy zacząłby się prawdopodobnie w 2020 r. po uzyskaniu wszystkich decyzji administracyjnych.

Poniżej prezentujemy cechy charakterystyczne typowego przemysłowego projektu deweloperskiego w Polsce i w Niemczech. Zwracamy uwagę, że różnice między konkretnymi projektami mogą być znaczące, a tabele ilustrują jedynie ogólne rozbieżności między oboma rynkami. Dla przykładu oczekiwany średni czynsz z niemieckich projektów MLP Group powinien wynieść od 4,20 EUR do 6,80 EUR, w zależności od lokalizacji, najemców i rodzaju realizowanej przestrzeni. Zasadniczo **projekty deweloperskie w Niemczech powinny generować wyższą marżę deweloperską** w porównaniu do przeciętnych projektów w Polsce. Znaczny spadek stóp kapitalizacji w Niemczech (z 5,0-5,5% w 2015 r. do poniżej 4% obecnie) zdecydowanie zwiększa atrakcyjność tego rynku dla deweloperów.

Porównanie typowego magazynowego projektu deweloperskiego w Polsce i Niemczech

		Polska	Niemcy
Czynsz	EUR/miesiąc/m ²	3,00	5,00
Stopa kapitalizacji	%	6,2%	3,9%
CAPEX	EUR/m ²	450	1 000
Wycena rynkowa	EUR/m ²	581	1 538
Marża deweloperska	%	23%	35%

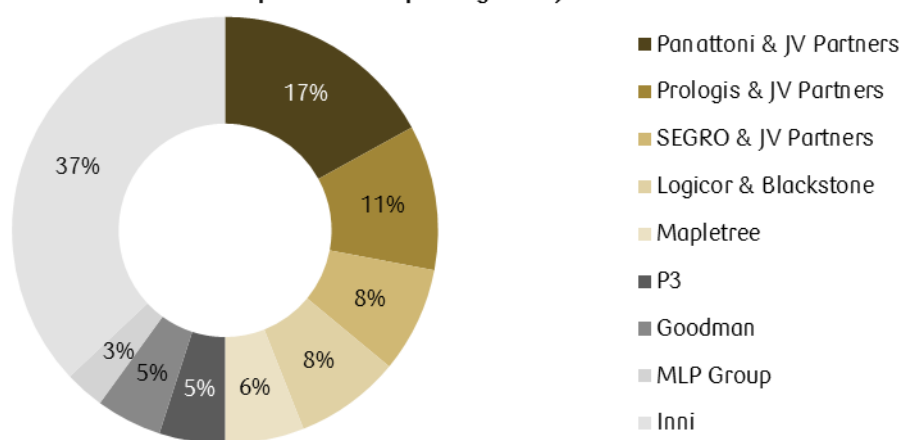
Źródło: BM PKO BP

Otoczenie rynkowe

Polska

Łącznie **nowoczesna powierzchnia przemysłowa** w Polsce sięga **19 mln m²** w ok. 400 parkach logistycznych. Aktywa MLP Group reprezentują ok. 3% tej wartości. Od pierwszej oferty publicznej MLP Group w 2013 r. wzrasta dywersyfikacja struktury własnościowej. Siedem lat temu ponad 50% rynku kontrolowały Panattoni i Prologis (obecnie 28%), a udział MLP Group wynosił 4%. Spadek udziału spółki można wyjaśnić (1) sprzedażą aktywów w 2015 r., (2) szybkim rozwojem deweloperów, którzy rozpoczynają budowę nowych projektów w modelu spekulacyjnym.

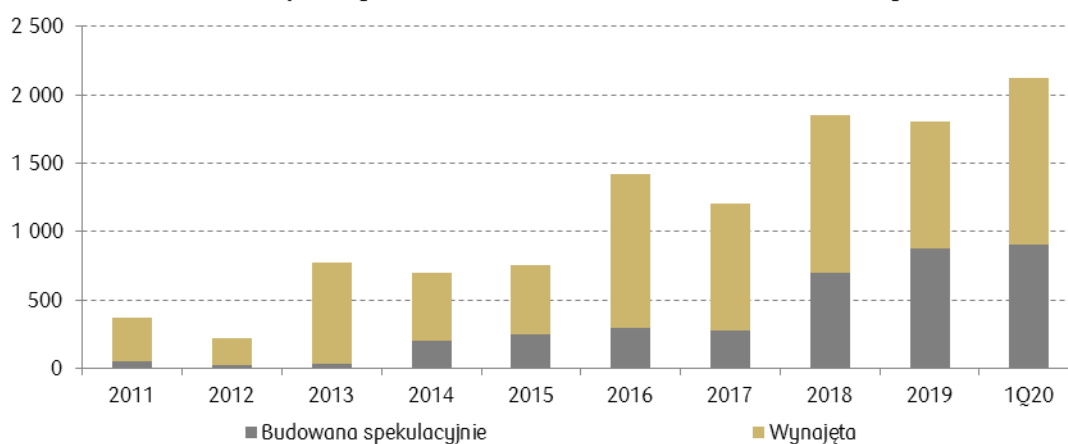
Właściciele powierzchni przemysłowej w Polsce



Źródło: JLL, 08'19

Działalność deweloperska w Polsce w ostatnich dwóch latach utrzymuje się na ekstremalnie wysokim poziomie – od 2018 r. **w budowie pozostaje na bieżąco 1,8-2,2 mln m²** nowej powierzchni przemysłowej. Pod kątem podaży nowej powierzchni Polska w 2019 r. była drugim pod względem wielkości rynkiem w Europie, choć pod względem istniejących zasobów plasowała się dopiero na 8. miejscu. Działalność budowlana w Polsce utrzymała się w 1Q20 r. na wysokim poziomie – oddano ok. 440.000 m² nowej powierzchni, co stanowi 11% łącznej podaży w Europie.

Powierzchnia przemysłowa w budowie w Polsce (koniec okresu, tys m²)



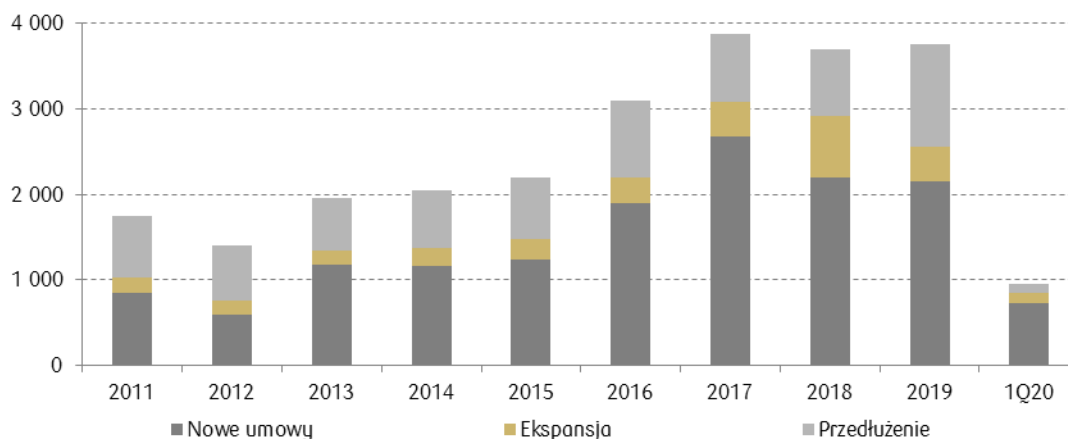
Źródło: JLL

Tak imponująca podaż w ostatnich latach wynikała głównie z gwałtownego wzrostu **projektów spekulacyjnych**, których udział wzrósł do ok. **40%**. W latach 2014-2017 powierzchnia niezarezerwowana przez najemców stanowiła zaledwie 20-30% łącznego wolumenu budowlanego.

Wolumen brutto transakcji najmu zwiększył się o niemal **20% r/r** w 1Q20 do **947.000 m2 GLA**. Byłby wyższy o jeszcze 15%, gdyby uwzględnić w nim najem krótkoterminowy – związany głównie z krótkoterminowym popytem na produkty zamawiane drogą internetową. Pandemia koronawirusa w zasadzie nie wpłynęła na te wyniki. Nowe oraz przedłużone umowy najmu stanowiły niemal 90% łącznego wolumenu transakcji. Najaktywniejszymi rynkami były **Warszawa, Górny Śląsk, środkowa Polska, Wrocław i Poznań** (Wielka Piątka), które odpowiadały za 80-85% łącznego wolumenu transakcji najmu.

Popyt i podaż wydają się równoważyć się wzajemnie. **Współczynnik pustostanów** zwiększył się w ciągu ostatnich 12 miesięcy, ale w ostatnich dwóch kwartałach zaobserwowano stabilizację na poziomie ok. **7,5%**.

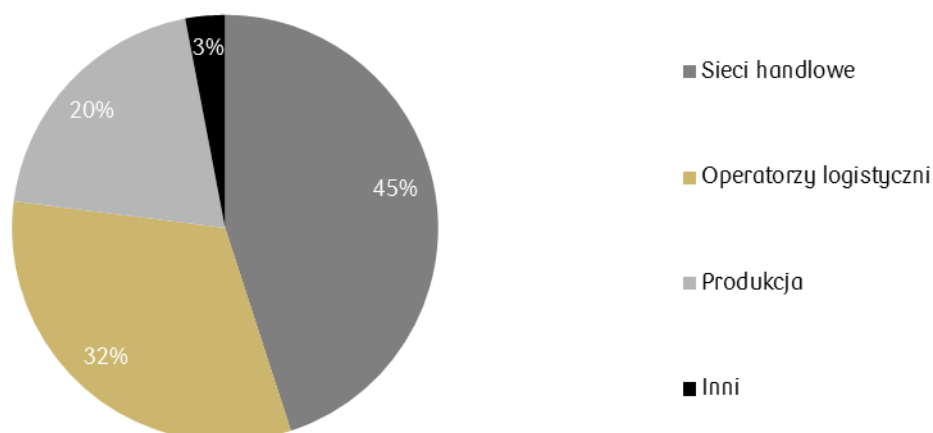
Popyt na powierzchnię przemysłową w Polsce (tys. m2)



Źródło: JLL

Sieci detaliczne odpowiadały za ok. **45%** łącznego popytu na powierzchnię przemysłową w 1Q20. Znaczna część tego popytu powiązana jest z segmentem **e-commerce**. Operatorzy logistyczni wygenerowali 32% popytu, a sektor produkcyjny 20% (duży udział w tym miała branża motoryzacyjna). Zmieniły się proporcje względem 2019 r., w którym dominujący udział w rynku mieli operatorzy logistyczni (ponad 40%).

Popyt na powierzchnię przemysłową w Polsce - rodzaj klientów

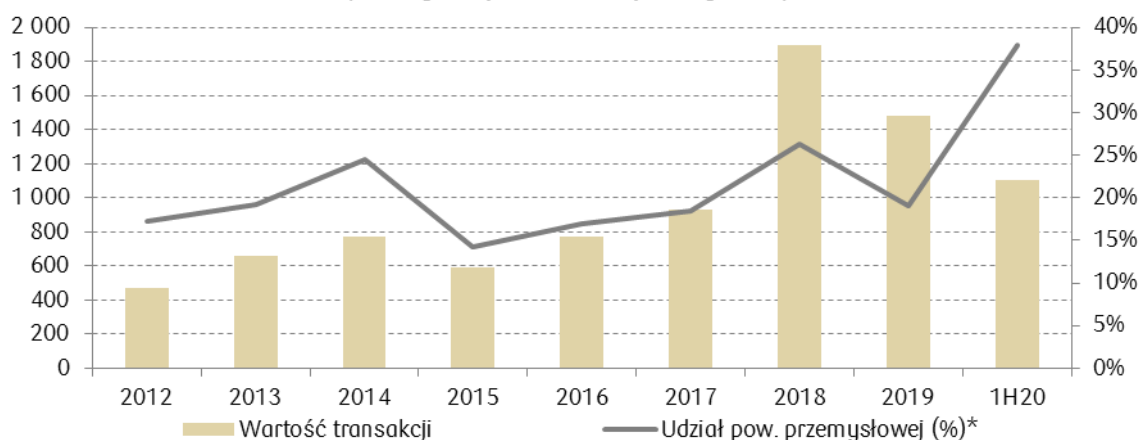


Źródło: JLL

Na polskim rynku inwestycyjnym nieruchomości przemysłowe odnotował doskonały początek roku. W 1H20 transakcje w tym segmencie rynku osiągnęły wartość **1,1 mld EUR** i stanowiły **38%** łącznego wolumenu inwestycyjnego. Według JLL w dalszym ciągu realizowane są liczne transakcje, co oznacza, że w 2020 r. na rynku przemysłowym mogą zostać pobite kolejne rekordy.

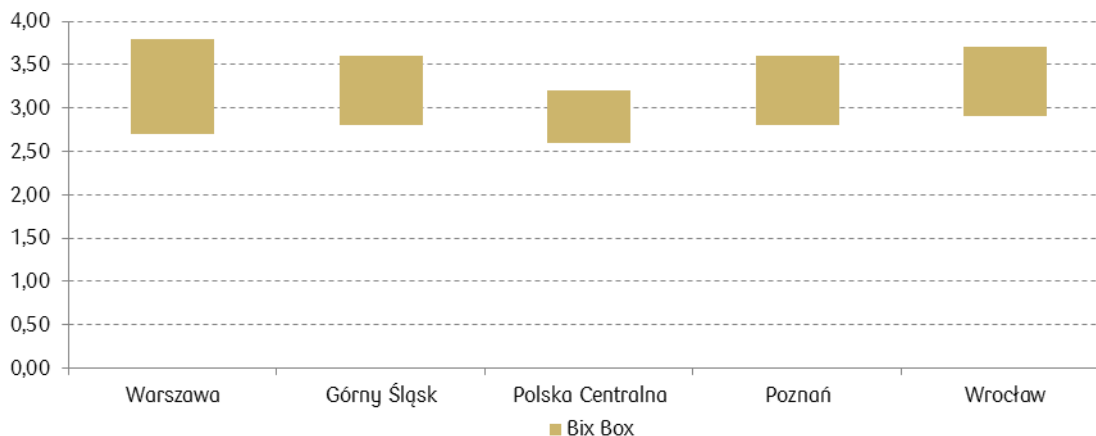
W 2019 r. najaktywniejszy kapitał pochodził z Niemiec, Korei, USA i Chin.

Wartość transakcji na rynku powierzchni przemysłowej w Polsce (EUR m)



Źródło: JLL, szacunki BM PKO BP,*udział powierzchni przemysłowej w całości transakcji w Polsce

Czynsze w 2019 r. były stabilne, a sytuacja na początku 2020 r. utrzymała się bez zmian. W przypadku konstrukcji typu big box wynoszą one **2,6-3,8 EUR za m2 miesięcznie**. Stosunkowo najniższe czynsze (średnio 2,9 EUR za m2) obserwuje się w środkowej Polsce. W pozostałych czterech głównych regionach różnice są umiarkowane, a średni czynsz transakcyjny waha się od 3,2 do 3,3 EUR.

Czynsze nominalne na rynku przemysłowym w Polsce w 1Q20 (EUR/m²/miesiąc)

Źródło: JLL, warehousefinder.pl

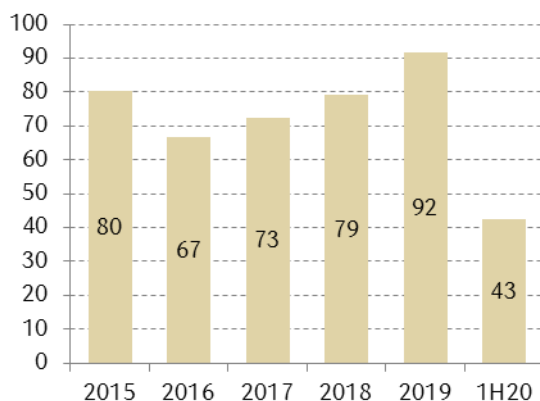
Według JLL, stopy kapitalizacji dla najlepszych powierzchni magazynowych wynoszą 6,25%, przy czym w przypadku wyjątkowo długoterminowego najmu plasują się poniżej 5,00%, a dla projektów w centrum Warszawy sięgają ok. 5,50%.

Niemcy

Pod względem **wolumenu inwestycyjnego** rynek niemiecki jest 10-15x większy od polskiego. W 1H20 wartość transakcji na niemieckim rynku nieruchomości inwestycyjnych sięgnęła **42,5 mld EUR**, przekraczając wynik z poprzedniego roku o 31%. Wynik ten jest bardzo zachęcający, ale warto zauważyć, że przyczynił się do niego głównie 1Q (+81% r/r), podczas gdy w 2Q można było dostrzec pewne oznaki spowolnienia (-15% y/y). Nieruchomości **logistyczne/przemysłowe** stanowiły w 1H20 9% całego wolumenu w porównaniu do 8% w całym roku 2019.

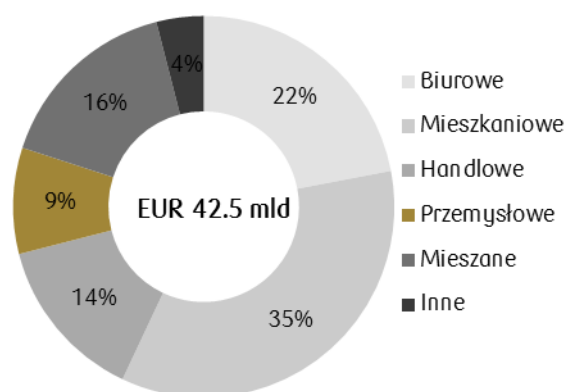
Według JLL rynek niemiecki charakteryzuje się ogromną płynnością, a liczni inwestorzy instytucjonalni i prywatni szukają atrakcyjnych okazji inwestycyjnych. Preferowane są aktywa typu prime. Produkty objęte długoterminowymi umowami najmu i ze długofalowymi najemcami cieszą się większą niż kiedykolwiek wcześniej popularnością. W przypadku takich nieruchomości nie ma co liczyć na obniżenie ceny.

Wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Niemczech (EUR mld)



Źródło: JLL

Wartość transakcji wg. rodzaju nieruchomości w 1H20 w Niemczech

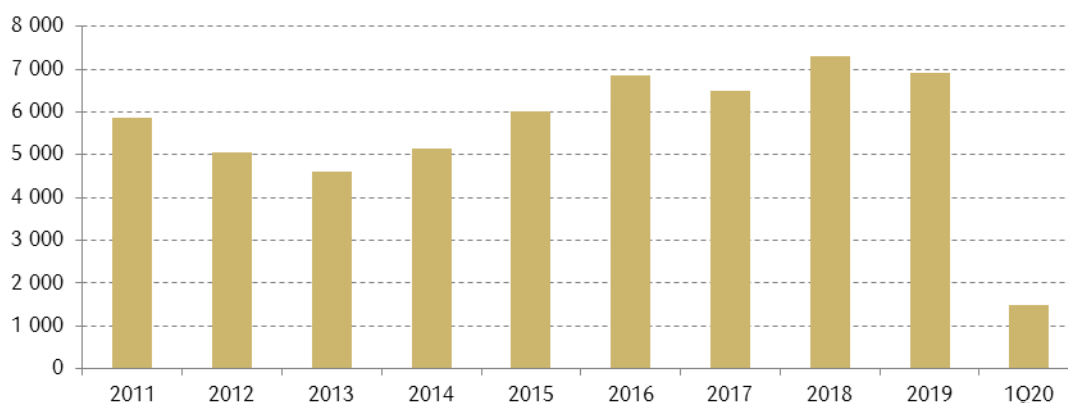


Niedawny raport firmy konsultingowej Savills wskazuje, że średnie spready między stopami kapitalizacji powierzchni przemysłowych typu prime i centrów handlowych typu prime w Europie kontynentalnej po raz pierwszy w historii zbliżają się do siebie wraz z gwałtownym popytem na usługi logistyczne na skutek rozwoju segmentu e-commerce. W **Niemczech** do konwergencji w tym względzie doszło już jakiś czas temu. Według JLL średnie stopy kapitalizacji w segmencie **logistycznym** wyniosły w **2Q20** **3,75%** (-0,15 pb), czyli 100 pb poniżej stopy kapitalizacji w segmencie handlowym i ok. 85 pb powyżej stopy kapitalizacji powierzchni biurowych. We wszystkich siedmiu największych niemieckich aglomeracjach odnotowano stopy kapitalizacji poniżej 4%.

Wolumen transakcji najmu dotyczących powierzchni przemysłowych w Niemczech wyniósł 1,48 mln m² (+8% r/r) i nadal nie wykazuje oznak spowolnienia. Dane za 1Q20 przekraczały średnią z ostatnich 10 lat o 12%. Według BNP Paribas ogólne trendy w branży logistycznej, tj. rosnąca waga e-commerce i logistyka miejska, utrzymują popyt na wysokim poziomie. **W dużych aglomeracjach**, na których planuje się skupić MLP Group, wolumen zawartych transakcji najmu spadł w 1Q20 o 2% r/r, głównie z uwagi na fundamentalny problem **braku dostępnej powierzchni**.

W 5 największych aglomeracjach w Niemczech w 1Q20 ukończono zaledwie **150.000 m²** nowej powierzchni magazynowej, a ok. **745.000 m² było w budowie**. Dla porównania na koniec marca 2020 r. wolumen realizowanej powierzchni w Warszawie wynosił 640.000 m².

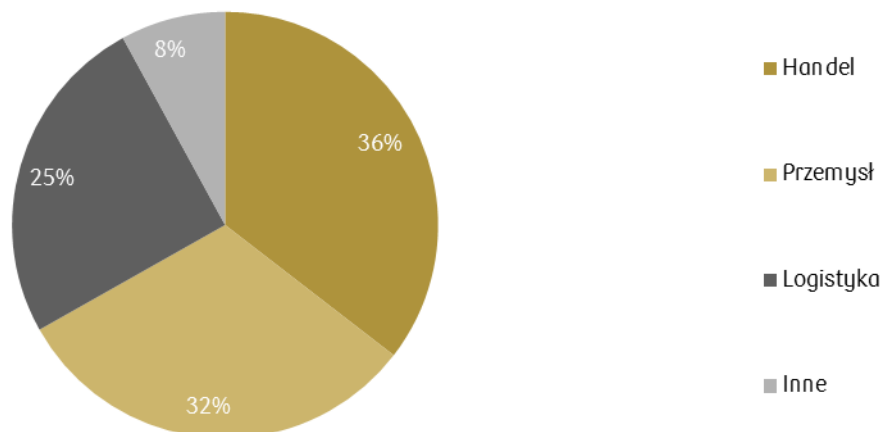
Popyt na powierzchnię przemysłową w Niemczech (tys. m²)



Źródło: BNP Paribas

Spółki **handlowe** wysuwają się na prowadzenie, generując niemal **36%** łącznego wolumenu transakcji najmu w 1Q20. Ogólny udział najemców z sektora handlowego jest niższy w porównaniu do Polski, widoczny jest jednak zrównoważony trend wzrostowy. Drugim najsilniej reprezentowanym sektorem jest produkcja (32%), a trzecim logistyka (25%).

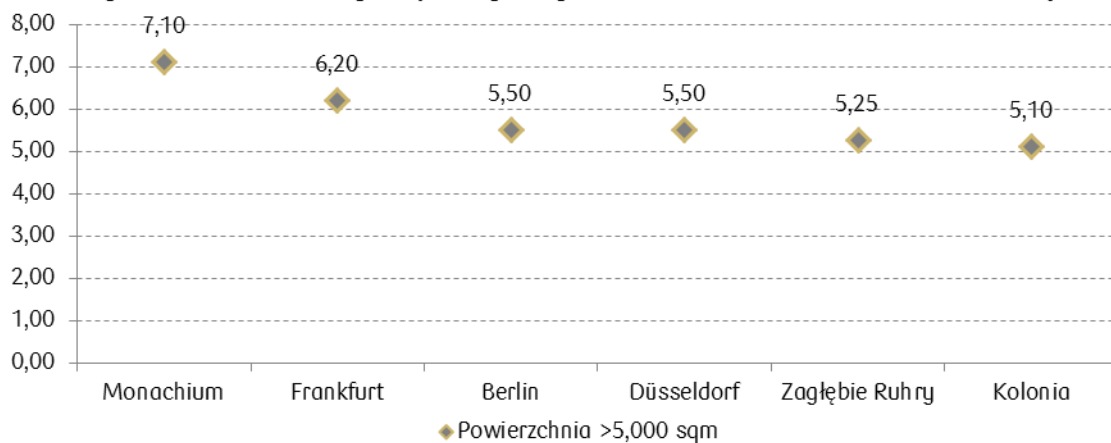
Popyt na powierzchnię przemysłową w Niemczech - rodzaj klientów



Źródło: BNP Paribas

Poziom najwyższych **czynszów** we wszystkich regionach utrzymywał się w 1Q20 na stabilnym poziomie. W 2019 r. także zaobserwowaliśmy stabilizację na większości rynków z wyjątkiem kilku (np. Düsseldorf, Hamburg i Frankfurt), na których doszło do niewielkiego wzrostu.

Czynsze nominalne na rynku przemysłowym w Niemczech w 1Q20 (EUR/m²/miesiąc)

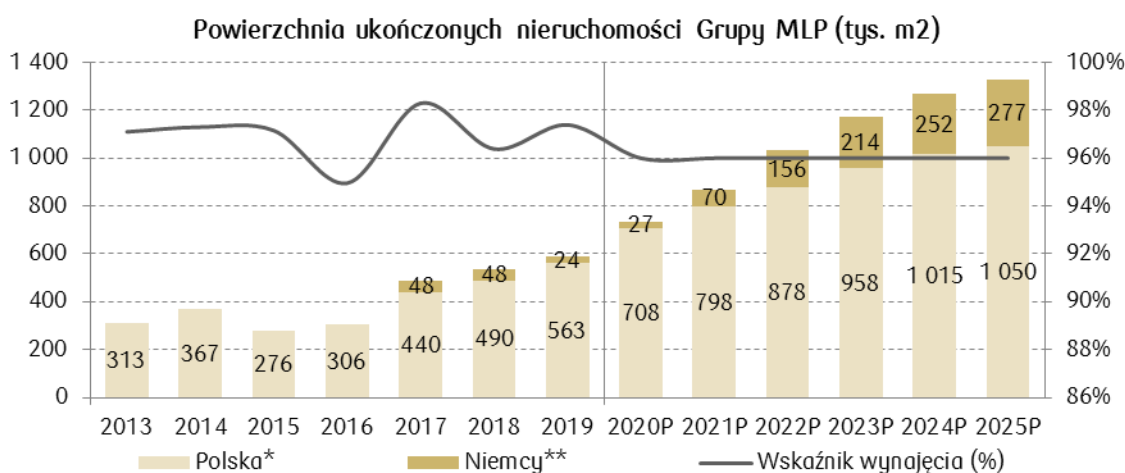


Źródło: JLL

Prognozy finansowe

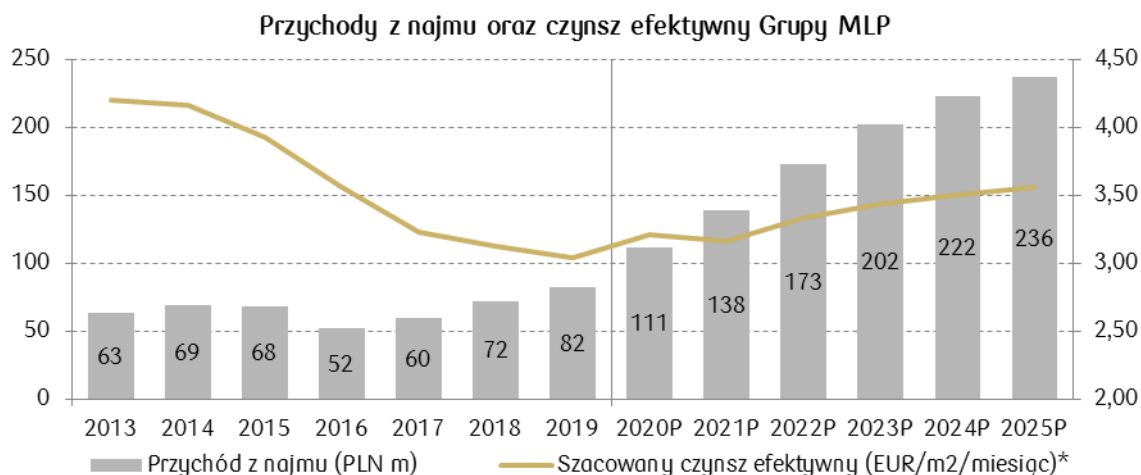
Portfel ukończonych i generujących przychody z najmu aktywów MLP Group w ostatnich latach nieodmiennie rośnie. Od czasu jedynych znaczących dezinwestycji w 2015 r. spółka podwoiła swoją powierzchnię pod wynajem. Naszym zdaniem trend ten powinien się utrzymać na poziomie **17% rocznego wzrostu** powierzchni pod wynajem w latach **2020-2024**. Założenie to opiera się na znacznej rezerwie gruntów, która aktualnie zabezpiecza 1,4 mln m² docelowej powierzchni pod wynajem (obejmuje ona działki w Niemczech i Austrii, gdzie podpisano już listy intencyjne).

Mimo dynamicznego wzrostu 7-letni średni **wskaźnik zajętości** dla generujących przychody z najmu aktywów wynosi 97% (a zawsze powyżej 95% na koniec roku). Stanowi to odzwierciedlenie realizowanej przez MLP Group strategii build-to-suit, która powinna zapewnić wysoki wskaźnik zajętości nowo oddanych powierzchni i ograniczyć rotację najemców. Począwszy od 2020 r. zakładamy długoterminowy wskaźnik zajętości na poziomie 96%.



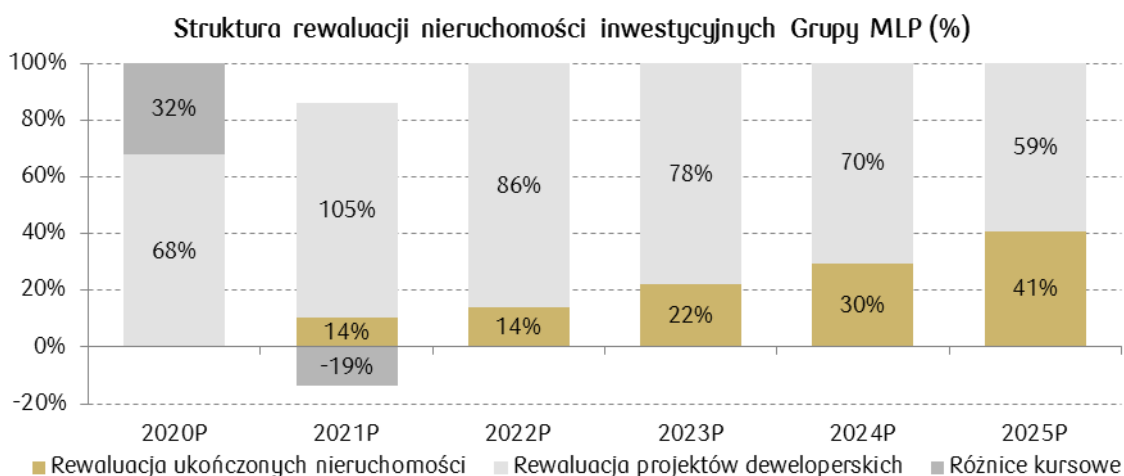
Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP, *włączając Rumunię, **włączając Austrię

Dochód z najmu (2020-2024 CAGR 22%) powinien rosnąć szybciej niż wolumen dostępnej powierzchni z uwagi na rosnący udział rynku **niemieckiego**, którego udział w **łączonej powierzchni pod wynajem** powinien według naszych szacunków sięgnąć **20% do 2025 r.** Oczekujemy, że średni efektywny czynsz wzrośnie z ok. 3,0-3,1 EUR w 2019 r. do ponad **3,5 EUR**, głównie na skutek powyższej zmiany strukturalnej, ale także dzięki zakładanemu rocznemu wzrostowi czynszu o 1% – to jedno z ważniejszych założeń dla naszej wyceny, które jest jednocześnie dość zachowawcze w obliczu optymistycznych prognoz dla nieruchomości magazynowych.



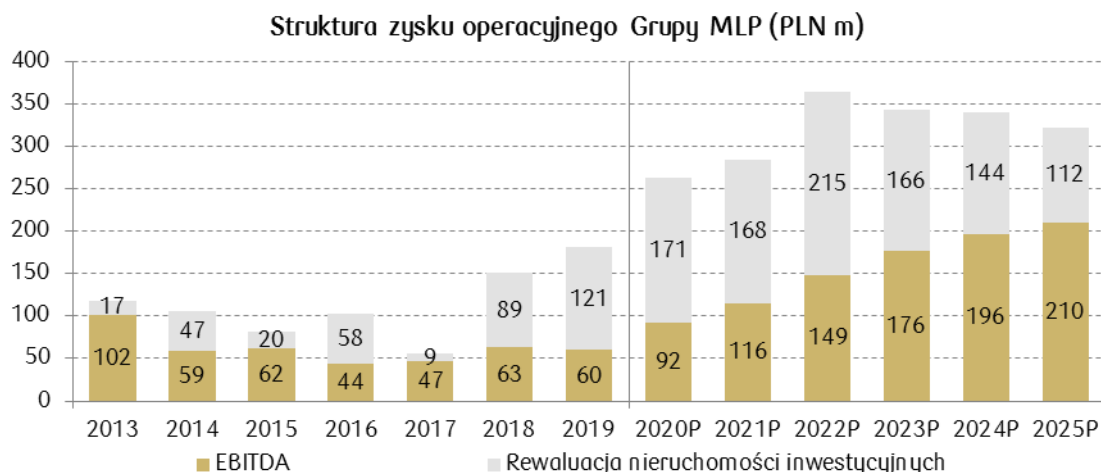
Źródło: Prognozy BM PKO BP, Grupa MLP, historyczne dane nt. czynszu efektywnego stanowią szacunki BM PKO BP

Naszym zdaniem wzrost portfela nieruchomości inwestycyjnych będzie proporcjonalny do wzrostu czynszów (1% rocznie), a ponadto **nie przewidujemy zmian stóp kapitalizacji**. Znaczniejsza część zysku z rewaluacji w latach 2020-2025 powinna pochodzić z portfela projektowego. Zakładamy średnią **marżę deweloperską w wysokości 24%** (wyższą w Niemczech, niższą w Polsce).



Źródło: prognozy BM PKO BP

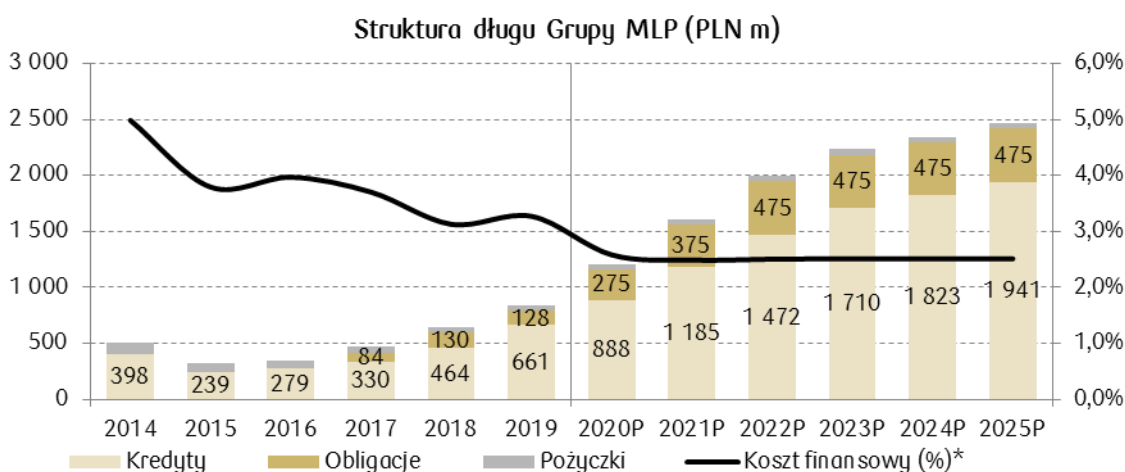
W latach 2018-2019 rewaluacja stanowiła ok. 60-65% zysku operacyjnego. Naszym zdaniem stosunek ten pozostanie względnie stabilny w latach 2020-2022 z uwagi na rozbudowany portfel projektów deweloperskich. Od 2023 r. zakładamy niższe tempo wzrostu (i niższy CAPEX), a w efekcie zwiększenie puli środków wypłacanych akcjonariuszom.



Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP

Na koniec 1Q20 **obligacje** odpowiadały za ok. 25% finansowania **długiem**. Na dzień dzisiejszy wyemitowane są trzy serie obligacji z terminami zapadalności między majem 2022 r. a lutym 2025 r. o wartości nominalnej 60 mln EUR. Główny udział w finansowaniu długiem mają długoterminowe **kredyty inwestycyjne**, wykorzystywane w celu refinansowania nieruchomości inwestycyjnych. Dług spółki denominowany jest w EUR. Średni okres spłaty przekracza 5 lat. Zobowiązania krótkoterminowe stanowią zaledwie ok. 5% łącznego salda zobowiązań.

Szacujemy, że średni **koszt finansowy** (w tym zabezpieczenie stóp procentowych) obniżył się z ok. 4% parę lat temu do ok. 2,5% w 1H20. Zakładamy, że średni koszt utrzyma się na tym poziomie w nadchodzących latach.

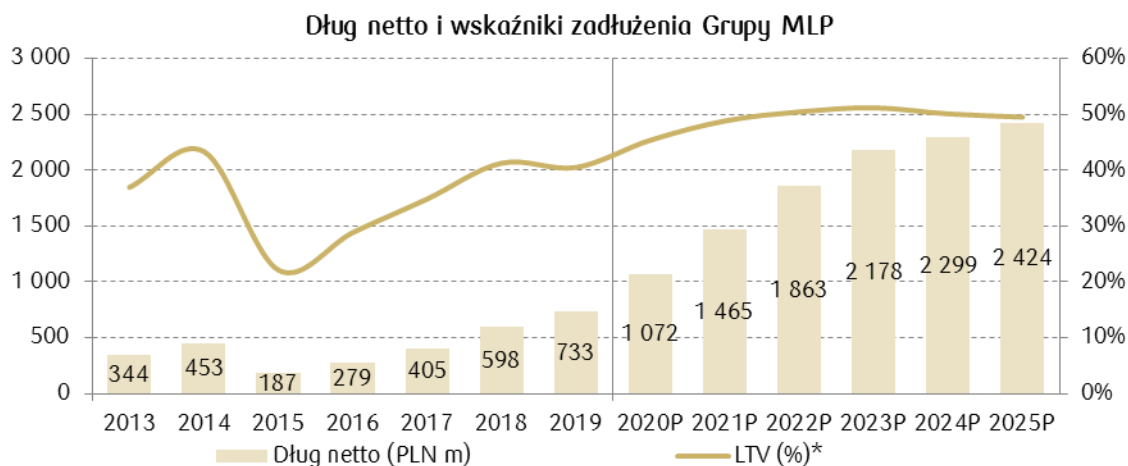


Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP, *uwzględnia instrumenty zabezpieczające

W ciągu ostatnich dwóch lat **LTV MLP Group** ustabilizował się na poziomie ok. 40%. Z uwagi na wzrost portfela realizowanych projektów LTV powinien zwiększyć się do ok. 45% na koniec 2020 r. i 50% na koniec 2021 r., a następnie utrzymać się na tym poziomie w kolejnych latach.

50% LTV to **ustalona wewnętrzna wartość docelowa**, której Zarząd nie chce przekraczać. Spółka rozważa **podwyższenie kapitału**, co umożliwiłoby szybszy rozwój i możliwość nabycia gruntów bez

względu na warunki przy jednoczesnym utrzymywaniu dźwigni na bezpiecznym poziomie. W czerwcu akcjonariusze MLP Group upoważnili Zarząd do emisji do 18% nowych akcji w ciągu trzech kolejnych lat. Nie zakładamy tej emisji w naszej prognozie, ale uważamy za wysoce prawdopodobne, że Zarząd zdecyduje się podnieść kapitał.



Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP, *LTV=ciąg netto/nieruchomości inwestycyjne

Czynniki ryzyka

Szczegółowy opis czynników ryzyka spółki zawarty jest w jej sprawozdaniu rocznym. Poniżej opisujemy kilka ryzyk charakterystycznych dla działalności MLP Group, które mogą mieć znaczący wpływ na nasze prognozy.

Ryzyko walutowe

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy sporządzane jest w PLN, czyli walucie funkcjonalnej Grupy. Większość dochodu Grupy z czynszów denominowana jest w EUR, a tylko czasem w PLN. Część kosztów Grupy, jak na przykład niektóre koszty budowlane, koszty pracy i wynagrodzenia, denominowanych jest w PLN, ale ogromna większość kosztów budowlanych w EUR. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółki Grupy wykorzystują przede wszystkim naturalny hedging poprzez zwiększenie finansowania długiem denominowanym w EUR. Zasadniczo osłabienie EUR względem PLN powinno mieć negatywny skutek netto dla wyników MLP Group wykazywanych w PLN.

Ryzyko stóp procentowych

Wykorzystywane przez Grupę linie kredytowe oprocentowane są według stóp zmiennych (głównie powiązanych z EURIBOR). Zmiany stóp procentowych mogą zwiększyć koszty kredytowania Grupy. W celu zmniejszenia ryzyka stóp procentowych spółki Grupy zawierają transakcje IRS, przy czym wzrost stóp procentowych może także skutkować zwiększeniem oczekiwanych stóp kapitalizacji na runku nieruchomości, co miałoby negatywny wpływ na wyceny nieruchomości inwestycyjnych i zwiększyłoby współczynniki zadłużenia spółki.

Ryzyko związane z charakterem procesu deweloperskiego

Rozwój działalności Grupy wiąże się z ryzykami charakterystycznymi dla procesu budowlanego i uzyskiwania wszelkich niezbędnych pozwoleń czy wymaganych prawnie decyzji administracyjnych. Ewentualne opóźnienia lub problemy techniczne wykraczające poza zakres kontroli dewelopera mogą skutkować niewykonaniem przez Grupę projektu w oczekiwanych ramach czasowych.

Ryzyko związane z decyzjami administracyjnymi wydaje się szczególnie wysokie w przypadku, gdy proces deweloperski wymaga zmiany sposobu użytkowania nieruchomości. Problem ten w przyszłości może się zaognić z uwagi na deficyt niezagospodarowanych działek.

Ponadto organizacje społeczne i środowiskowe, a także właściciele sąsiednich nieruchomości i lokalni mieszkańcy mogą podejmować działania ukierunkowane na uniemożliwienie Grupie uzyskania wymaganych pozwoleń, zgód lub innych decyzji.

Ryzyko związane z możliwym spowolnieniem gospodarczym i pogorszeniem sytuacji na rynku nieruchomości

Pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości może mieć negatywny wpływ na zyski Grupy z najmu powierzchni magazynowej. Jeżeli najemcy nie wykonają swoich obowiązków umownych lub jeżeli Grupa nie będzie w stanie znaleźć najemców, spółka nie będzie generować dochodu z najmu, ale będzie w dalszym ciągu ponosić koszty związane z nieruchomościami.

Co więcej, spowolnienie gospodarcze może także skutkować zmianą czynszów rynkowych i stóp kapitalizacji, a także wpłynąć niekorzystnie na wycenę nieruchomości spółki. W efekcie spółka może ponieść straty związane z odpisem nieruchomości nawet w przypadku, gdy najemcy uregulują swoje zobowiązania i związani są długoterminowymi umowami.

Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **95,0 PLN** za akcję, czyli 31% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

Założenia modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2020-2025 r. w tempie +25% CAGR
- **Zysk z rewaluacji** wynosi ok. 75% w oparciu o portfel projektów deweloperskich i 25% w oparciu o rewaluację ukończonych nieruchomości. Zakładamy roczny wzrost rewaluacji ukończonych projektów na poziomie 1% w 2020-2025 r. i średnią marżę deweloperską na realizowanych projektach rzędu 25%.
- **CAPEX** 400-450 mln PLN w n 2020-2023. Docelowy CAPEX ok. 200 mln rocznie w późniejszym okresie.
- **Docelowy wskaźnik LTV** 49% w 2025 r.
- **Docelowy wskaźnik DPS** na poziomie 50% FFOPS w 2024+ r. W latach 2020-2023 średni DPS na poziomie 20%.
- Średni **ROE** 16,7% w 2020-2024.
- **Docelowy ROE** 10,6% (ROE na rok 2025)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 2,0%, premia za ryzyko rynkowe: 6,0%, beta: 1,25

Model Wartości Rezydualnej							
PLN (mn)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nieruchomości inwestycyjne	1 810	2 362	3 001	3 694	4 258	4 590	4 898
Generujące przychód	1 509	1 992	2 490	3 229	3 809	4 212	4 491
W budowie oraz bank ziemi	301	371	512	465	449	378	407
Gotówka zablokowana oraz pożyczki	90	71	71	71	71	71	71
Gotówka	102	138	142	130	53	46	38
Inne aktywa	72	63	55	48	42	37	32
Aktywa łącznie	2 074	2 635	3 269	3 943	4 424	4 745	5 040
Dług	835	1 210	1 607	1 993	2 232	2 345	2 462
Kapitał Własny	939	1 113	1 311	1 547	1 745	1 912	2 055
Zysk netto	129	175	209	250	225	219	203
ROE	15,9%	18,6%	18,8%	19,1%	14,5%	12,6%	10,6%
FFO	33	57	69	89	106	119	128
Dywidenda	4	0	11	14	27	53	59
Koszt kapitału		9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Stopa wolna od ryzyka		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta		1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Współczynnik dyskonta	1,00	0,96	0,88	0,80	0,73	0,67	0,61
Wycena							
Długoterminowe ROE (ROE 2025)	10,6%						
Koszt kapitału	9,5%						
Implikowane P/B (x)	1,16						
Kapitał własny 2025	2 055						
FV 2025	2 382						
NPV FV 2025	1 454						
NPV dywidend	112						
Wycena	1 567						
Liczba akcji (miliony)	18,1						
Wartość godziwa na akcję 07'20 (PLN)	86,5						
Cena docelowa za 12M (PLN)	95,0						
Cena bieżąca	72,5						
Potencjał wzrostu kursu	31%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki zarządzające nieruchomościami i spółki deweloperskie działające w regionie CEE oraz międzynarodowych właścicieli nieruchomości przemysłowych.

W porównaniu ze **spółkami wynajmującymi nieruchomości w regionie CEE** (GTC, Globalworth, NEPI Rockcastle, etc.), które zasadniczo działają w segmencie handlowym i biurowym, MLP Group wyceniana jest z premią ponad 100% na P/B i ze znacznym dyskontem na P/E. Premia w ujęciu NAV jest uzasadniona znacznie lepszym potencjałem wzrostu nieruchomości przemysłowych/magazynowych w porównaniu do powierzchni handlowych/biurowych, które mogą w latach 2020/2021 podlegać odpisom aktywów i pogorszeniu poziomu czynszów.

W porównaniu z międzynarodowymi spółkami wynajmującymi powierzchnie przemysłowe/magazynowe (Prologis, SEGRO itp.), MLP Group wyceniana jest z ok. 40% dyskontem na P/B i ok. 80% dyskontem na P/E, co wydaje się być dość znacznym dyskontem nawet przy uwzględnieniu, że spółka wypłaca niższe dywidendy i ma znacznie większą dźwignię. Niższe niż u podmiotów porównawczych dywidendy związane są z charakterystyką rozwoju działalności MLP Group.

Wycena wskaźnikowa

Spółka	Kurs (lokalna)	Kapitalizacja (EUR m)	P/E			P/B 2020P	Dywid		Dług netto / Kap. Wł 2020P
			2019	2020P	2021P		2020P	2021P	
Atrium*	2,35	888	-	10,8	9,2	0,52	11,2%	10,6%	0,56
CA Immo*	26,65	2 633	21,5	16,5	15,7	0,81	3,6%	3,9%	0,62
Globalworth	5,70	1 265	7,4	16,8	13,3	0,67	8,8%	7,0%	0,60
GTC	6,20	660	8,8	28,8	12,9	0,64	0,0%	5,2%	1,01
Immofinanz	14,08	1 420	5,3	20,2	11,1	0,50	5,3%	6,4%	0,87
NEPI Rockcastle	4,87	2 920	7,0	-	30,2	0,81	9,4%	8,4%	0,62
S Immo	14,52	961	4,5	27,0	9,9	0,72	4,8%	4,1%	1,04
CEE Mediana		1 265	7,2	18,5	12,9	0,67	5,3%	6,4%	0,62
Prologis*	106,17	69 394	40,3	55,9	72,7	2,91	2,0%	2,2%	0,43
SEGRO*	952,40	13 220	38,9	39,4	35,3	1,35	2,1%	2,3%	0,25
Goodman Group*	17,10	19 065	33,1	29,6	26,9	2,97	1,8%	1,8%	0,11
First Industrial*	43,78	4 928	33,3	45,5	53,4	3,35	2,1%	2,3%	0,78
Magazynowe Mediana		16 142	36,1	42,4	44,3	2,94	2,0%	2,2%	0,34
Mediana			21,6	30,5	28,6	1,81	3,7%	4,3%	0,48
MLP Group	72,50	289	10,2	7,5	6,3	1,18	0,0%	0,9%	0,96
Premia/dyskonto			-53%	-75%	-78%	-35%	100%	80%	
Waga			0%	17%	17%	33%	0%	33%	
Wycena (PLN)	145,8								

Źródło: prognozy BM PKO BP, *Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	102	101	100	142	140	187	229	285	333
Koszt własny sprzedaży	-32,6	-42,7	-37,2	-60,4	-56,0	-73,9	-90,0	-112,3	-131,1
Zysk brutto ze sprzedaży	69,5	58,3	63,1	81,1	84,1	113,0	138,9	173,1	202,1
Koszty ogólnego zarządu	-10,3	-12,0	-15,3	-18,5	-21,8	-21,1	-23,2	-24,3	-25,5
Pozostałe przychody operacyjne	3,7	1,3	0,3	2,3	1,3	0,9	0,8	0,8	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-1,0	-3,6	-1,5	-2,5	-4,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk z działalności operacyjnej	81,5	102,4	55,2	151,1	180,0	261,8	282,2	362,3	341,7
Saldo działalności finansowej	-31,6	-15,3	1,1	-29,4	-16,8	-46,5	-21,3	-45,6	-53,6
Zysk przed opodatkowaniem	50,0	87,1	56,2	121,7	163,2	215,2	261,0	316,7	288,1
Podatek dochodowy	24,7	-20,7	-8,9	-29,3	-33,8	-40,5	-52,2	-66,5	-63,4
Zyski (straty) mniejszości	74,6	66,4	47,3	92,4	129,4	174,7	208,8	250,2	224,7
Zysk (strata) netto	74,6	66,4	47,3	92,4	129,4	174,7	208,8	250,2	224,7
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	927	1 043	1 241	1 526	1 838	2 395	3 034	3 726	4 290
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	136	62	65	46	102	138	142	130	53
Pozostałe aktywa długoterminowe	82	74	78	77	28	32	32	32	32
Aktywa Obrotowe	199	135	117	137	236	240	236	217	134
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	43	31	27	34	67	47	47	47	47
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	136	62	65	46	102	138	142	130	53
Aktywa razem	1 126	1 178	1 358	1 663	2 074	2 635	3 269	3 943	4 424
Kapitał Własny	647	676	727	815	939	1 113	1 311	1 547	1 745
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	404	435	569	762	971	1 378	1 815	2 252	2 536
Kredyty i pożyczki	304	327	449	613	780	1 151	1 548	1 934	2 173
Zobowiązania krótkoterminowe	75	67	62	86	164	144	144	144	144
Kredyty i pożyczki	304	327	449	613	780	1 151	1 548	1 934	2 173
Zobowiązania handlowe i pozostałe	55	53	41	55	110	85	85	85	85
Pasywa razem	1 126	1 178	1 358	1 663	2 074	2 635	3 269	3 943	4 424
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	63,3	21,2	55,0	36,0	86,1	68,5	111,6	140,0	163,7
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	220,8	-55,6	-183,5	-195,5	-208,1	-352,5	-472,3	-478,5	-398,8
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-199,6	-26,9	133,9	139,9	178,2	312,5	364,4	327,0	158,4
Wskaźniki	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
ROE	12,4%	10,0%	6,7%	12,0%	14,8%	17,0%	17,2%	17,5%	13,7%
ROA	6,6%	5,6%	3,5%	5,6%	6,2%	6,6%	6,4%	6,3%	5,1%
P/BV	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	1,2	1,0	0,8	0,8
Dług netto	186,9	279,2	405,1	597,6	732,9	1 071,7	1 465,0	1 863,1	2 178,5
Dług netto/EBITDA	3,0	6,3	8,7	9,5	12,2	11,7	12,7	12,5	12,4

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Zybała	(sektor deweloperski, sektor budowlany)	(022) 521 53 91	piotr.zybal@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszołmirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszołmirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarantującą ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. 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.

Niniejsza rekomendacja 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.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzanie rekomendacji. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań Inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań Inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje 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”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
MLP Group	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilekroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odcena*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	
Asseco SEE	Kupuj	2019-07-19	20,50	16,8	2158,8	9,5	10,0	22,1	4,0	7,3	11,4	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	597,0	10,7	13,1	9,4	7,0	6,5	6,2	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	320,6	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	458,2	nm	nm	15,2	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	2158,8	9,5	10,0	22,1	4,0	7,3	11,4	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	458,2	nm	nm	15,2	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	597,0	10,7	13,1	9,4	7,0	6,5	6,21	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	320,6	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	2158,8	9,5	10,0	22,1	4,0	7,3	11,4	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	458,2	nm	nm	15,2	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	597,0	10,7	13,1	9,4	7,0	6,5	6,21	Piotr Łopaciuk
Mabion	Trzymaj	2020-04-29	23	22,80	320,6	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40,40	2158,8	9,5	10,0	22,1	4,0	7,3	11,40	Małgorzata Żelazko
MLP Group	Kupuj	2020-07-31	95	72,50	1313,2	8,6	6,5	7,5	21,2	28,3	26,00	Piotr Zybała

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu