

## Dekpol

Przedział wyceny: 426-555 mln PLN

### Wzrostowa mieszanka: łąski, mieszkania i budowlanka

Dekpol operuje w trzech obszarach: generalnego wykonawstwa (62% przychodów w 2020 r.), deweloperskim (27% przychodów) oraz produkcji osprzętu do maszyn budowlanych (8% przychodów). Ostatnie lata były okresem silnego wzrostu spółki. W 2020 roku łączne przychody grupy kapitałowej po raz pierwszy przekroczyły 1 mld PLN przy marży netto 5,0%. Obecnie obserwujemy dobrą koniunkturę we wszystkich obszarach działalności Dekpolu i spodziewamy się utrzymania zysku netto Grupy na poziomie około 50 mln PLN rocznie w latach 2021-2022 (P/E ~6,7-6,8x). Prognozujemy, że wyjątkowo sprzyjające otoczenie w deweloperce mieszkaniowej pozwoli grupie na skokowy wzrost zysku do 75 mln PLN w 2023 r. (P/E=4,5x).

#### Duży potencjał deweloperki mieszkaniowej

Dekpol Deweloper posiada duży bank ziemi (ok. 200 tys. m<sup>2</sup> PUM/ok. 4 600 mieszkań), kupionej relatywnie tanio (ok. 600 PLN/PUM). Z uwagi na bardzo korzystne otoczenie rynkowe (rekordowo niskie stopy procentowe, wysoki popyt, rosnące ceny mieszkań oraz rosnący poziom depozytów gospodarstw domowych) jest to segment, który w kolejnych latach powinien się bardzo dobrze rozwijać. W 2021 i 2022 r. spodziewamy się stabilnych wyników. Zakładamy, że w 2023 r. spółka powinna rozliczyć w wyniku finansowym rekordową liczbę mieszkań, co pozwoli na wygenerowanie wysokiego zysku.

#### Nowi klienci w Dekpol Steel

Prężny rozwój biznesu Dekpol Steel w ostatnich latach (CAGR EBIT 2014-2019: 62%) wstrzymała pandemia. Spółka efektywnie wykorzystała jednak ubiegły rok stawiając na działania, które pozwolą na zwiększenie produkcji i ograniczenie kosztów. Dodatkowo zainicjowano współpracę z największym producentem maszyn budowlanych na świecie, spółką Caterpillar. Spodziewamy się, że w 2025 roku EBIT segmentu wzrośnie niemal 4-krotnie względem 2020 roku a jego udział w wynikach grupy wzrośnie z 6% do około 25%.

#### Silny popyt na hale magazynowe

Spodziewamy się, że silny popyt płynący z sektora handlowego, e-commerce oraz logistyki na obiekty magazynowe będzie sprzyjał utrzymaniu rekordowo wysokich przychodów segmentu budowlanego. Jednocześnie spodziewamy się umiarkowanego spadku rentowności EBIT (rosnące koszty).

#### Poprawa wskaźników zadłużenia i potencjał dywidendowy

Dekpol istotnie poprawił w ostatnich latach wskaźniki zadłużenia (dług netto/kapitały w 2020 r.: 36%, vs. 75% w '19; dług netto/EBITDA w '20: 1,2 vs. 2,2 w '19). W 2020 roku spółka wygenerowała 127 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (w '19: 65 mln PLN; w '18: -86 mln PLN). W związku z niskimi potrzebami kapitałowymi na zakup gruntów spodziewamy się, że w 2022 roku spółka będzie mogła powrócić do wypłaty dywidendy.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 426-555 mln PLN.

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	772,1	1 055,0	1 069,0	1 104,2	1 213,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,3	137,4	130,2	133,0	166,6
EBIT	71,0	81,0	71,3	72,9	105,9
Zysk netto	50,8	52,8	49,8	49,3	75,4
P/E	4,1	4,5	6,8	6,8	4,5
EV/EBITDA	6,8	3,7	5,9	5,7	3,3
FCF	64,6	127,1	-38,2	22,8	118,1

Źródło: Spółka, BM PKO BP

#### Informacje

Kurs akcji (PLN)	40,40
Liczba akcji (mn)	8,4
Kapitalizacja (mln PLN)	337,8
Free float	15%
Free float (mln PLN)	49,1
EV 2020 (mln PLN)	444
Dług netto 2020 (mln PLN)	106,2
Bloomberg	DEK PW Equity
ISIN	PLDEKPL00032

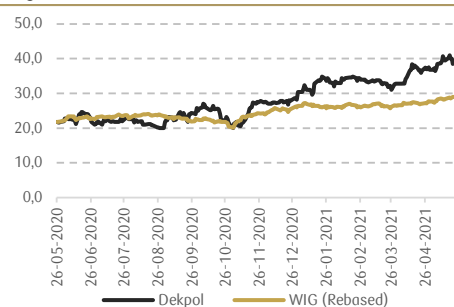
#### Ranking ESG

ESG	5,8
-----	-----

#### Akcjonariat

Mariusz Tuchlin	77%
Familiar SA SICAV-SIF	8%
-	-
-	-

#### Wykres



#### Analitik

Piotr Zybała
(+48) 22 521 53 91
piotr.zybala@pkobp.pl
Alicja Zaniewska
(+48) 22 580 33 68
alicia.zaniewska@pkobp.pl

#### Adres:

BM PKO BP
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

## Dekpol

<b>Spis treści</b>	Podsumowanie .....	p. 3
	Opis działalności .....	p. 4
	Otoczenie rynkowe .....	p. 20
	Wybrane dane finansowe i prognozy .....	p. 26
	Prognozy na I kw. 2021 .....	p. 35
	Czynniki ryzyka .....	p. 36
	Model DCF .....	p. 37
	Analiza porównawcza .....	p. 38
	Prognozy finansowe .....	p. 40

## Dekpol

### Podsumowanie

Dekpol operuje w trzech obszarach: **generalnego wykonawstwa** (62% przychodów w 2020 r.), **deweloperskim** (27% przychodów) oraz **produkcji osprzętu do maszyn budowlanych** (8% przychodów). Ostatnie lata były okresem silnego wzrostu spółki. W 2020 roku łączne przychody grupy kapitałowej po raz pierwszy w historii przekroczyły 1 mld PLN przy marży netto 5,0%. Obecnie obserwujemy sprzyjającą koniunkturę we wszystkich obszarach działalności Dekpolu i spodziewamy się utrzymania zysku netto Grupy na poziomie około **50 mln PLN** rocznie w latach **2021-2022 (P/E ~6,5-7,0x)**. Prognozujemy, że wyjątkowo sprzyjające otoczenie w deweloperce mieszkaniowej pozwoli spółce na skokowy wzrost zysku do **75 mln PLN w 2023 r. (P/E=4,5x)**.

**Generalne wykonawstwo:** Dekpol Budownictwo wyspecjalizował się w zleceniach z sektora logistycznego i przemysłowego. Popyt na tego typu powierzchnie od kilku lat utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Głównymi motorami wzrostu tego rynku w Polsce są sektor handlowy, e-commerce oraz logistyka. Powyższe branże już przed 2020 zgłaszały podwyższone zapotrzebowanie na magazyny, a pandemia COVID-19 dodatkowo ten trend przyspieszyła. W najbliższych latach oczekujemy utrzymania rekordowych przychodów przy jednoczesnym umiarkowanym spadku rentowności EBIT (rosnące koszty). Dekpol Budownictwo realizuje także projekty deweloperskie dla Dekpol Developer.

**Działalność deweloperska:** Dekpol Developer posiada duży bank ziemi (na ok. 200 tys. m<sup>2</sup> PUM / ok. 4 600 mieszkań), kupionej relatywnie tanio (ok. 600 PLN/PUM), głównie w Gdańsku (60%) i okolicach. W ramach banku ziemi powstaną projekty o różnym standardzie (z czego 40% to wysokomarżowe inwestycje o podwyższonym standardzie oraz premium). Dzięki dużej dywersyfikacji, obecny bank ziemi w pełni zabezpiecza nasze prognozy segmentu przynajmniej w okresie kolejnych pięciu lat, a potrzeby zakupowe będą w najbliższych latach ograniczone. Z uwagi na bardzo korzystne otoczenie rynkowe (rekordowo niskie stopy procentowe, wysoki popyt oraz rosnące ceny mieszkań, rosnący poziom depozytów gospodarstw domowych) jest to segment, który w kolejnych latach powinien się bardzo dobrze rozwijać. W 2021 i 2022 r. spodziewamy się stabilnych wyników. Rekordowe wyniki może za to przynieść 2023 r., w którym do przekazania trafi rekordowo dużo mieszkań, w tym wysokomarżowych.

**Produkcja osprzętu do maszyn budowlanych:** Prężny rozwój biznesu Dekpol Steel w ostatnich latach (CAGR EBIT 2014-2019: 62%) wstrzymała pandemia. Spółka efektywnie wykorzystała jednak ubiegły rok stawiając na rozwój mocy produkcyjnych i wydajności produkcji, a także pozyskując nowych klientów (zainicjowanie współpracy z największym producentem maszyn budowlanych na świecie, spółką Caterpillar). Wszystkie te działania pozwolą na zwiększenie produkcji oraz redukcję kosztów. Spodziewamy się, że w 2025 roku EBIT segmentu wzrośnie niemal 4-krotnie względem 2020 roku a jego udział w wynikach grupy wzrośnie z 6% do około 25%.

Dekpol istotnie poprawił w ostatnich latach wskaźniki zadłużenia (dług netto/kapitały w 2020 r. wynosił 36%, podczas gdy w '19 było to 75%, a w '18 117%; dług netto/EBITDA w 2020 r. wynosił 1,2; w '19: 2,2, w '18: 3,7). Sam dług netto spadł do 106 mln PLN (ze 182 mln PLN na koniec 2019 r.)

W 2020 roku spółka wygenerowała 127 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (w '19: 65 mln PLN; w '18: -86 mln PLN). W związku z niskimi potrzebami na zakup gruntów w działalności mieszkaniowej spodziewamy się, że w 2022 roku spółka będzie mogła powrócić do wypłaty dywidendy.

Na podstawie modelu DCF szacujemy **wycenę** spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale **426-555 mln PLN**.

## Dekpol

### Opis działalności

Dekpol był historycznie spółką budowlaną, skoncentrowaną na projektach kubaturowych, charakteryzujących się krótkim okresem realizacji i ponadprzeciętną marżą. Wykorzystując kompetencje w podstawowym segmencie działalności, w 2007 roku spółka rozpoczęła działalność deweloperską, a w 2012 roku otworzyła zakład produkujący łyżki do maszyn budowlanych.

W ramach przeprowadzonej w ostatnich latach reorganizacji grupy, poszczególne obszary działalności były stopniowo przenoszone do nowo tworzonych spółek zależnych (Dekpol Budownictwo, Dekpol Deweloper, Dekpol Steel), a Dekpol S.A. pełni obecnie funkcję holdingu zarządzającego Grupą Kapitałową oraz świadczy usługi na rzecz podmiotów z grupy.

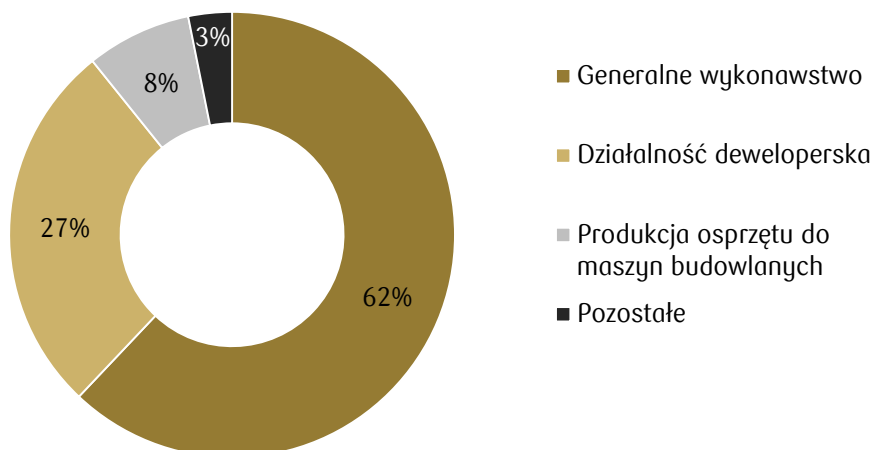
Dekpol operuje w trzech obszarach:

- **generalnego wykonawstwa** (projekty z sektora logistycznego, przemysłowego oraz magazynowego, galerie handlowe, pozostałe obiekty kubaturowe, zlecenia wewnątrzgrupowe na rzecz Dekpol Deweloper).  
Działalność realizowana poprzez spółkę zależną Dekpol Budownictwo Sp. z o.o.
- **deweloperskim** (budowa, wykończenie i sprzedaż osiedli mieszkaniowych, osiedli domów jednorodzinnych, luksusowych apartamentowców, condo hoteli i powierzchni handlowo – usługowych)  
Działalność realizowana poprzez spółkę zależną Dekpol Deweloper sp. z o.o.
- **produkcji osprzętów do maszyn budowlanych oraz prefabrykatów i konstrukcji stalowych** (wszystkie typy łyżek koparkowych i ładowarkowych oraz prefabrykaty)  
Działalność realizowana poprzez spółki zależne: Dekpol Steel sp. z o.o. (łyżki) oraz Be-tpref sp.z o.o. (prefabrykaty i konstrukcje stalowe)

### Udział segmentów w przychodach

Największy udział w przychodach grupy ma generalne wykonawstwo (62% przychodów grupy w 2020r.). Działalność deweloperska stanowiła 27% przychodów, a produkcja osprzętu do maszyn budowlanych 8%.

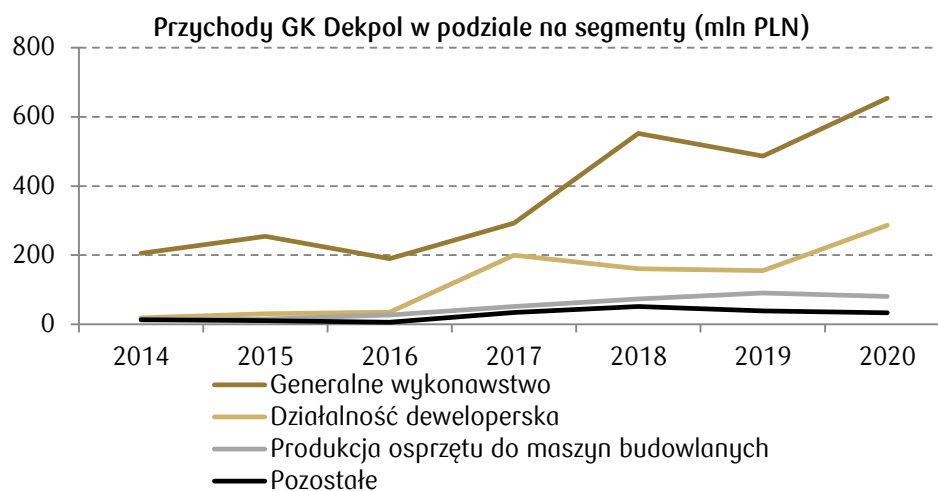
Struktura przychodów ze sprzedaży GK Dekpol w 2020 r.



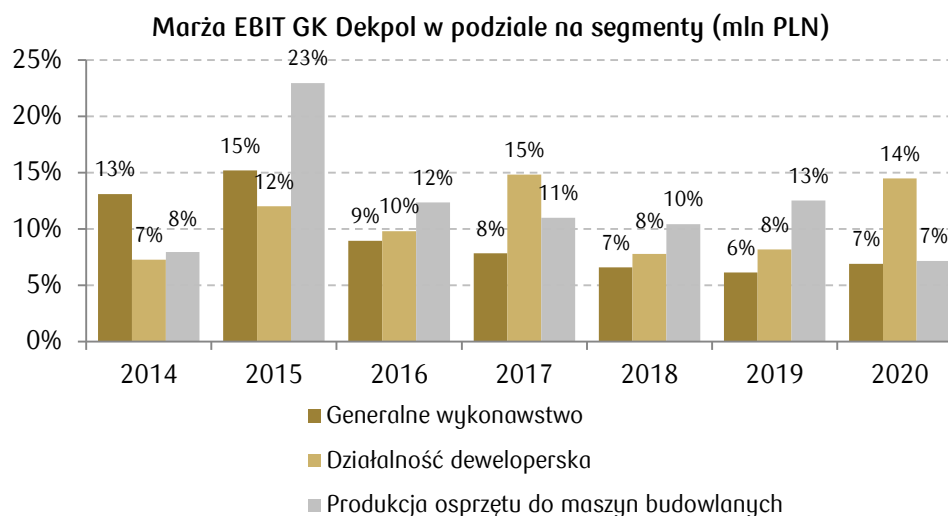
Źródło: Dekpol

## Dekpol

### Opis działalności



Źródło: Dekpol



Źródło: Dekpol

Pandemia COVID19 najmocniej wpłynęła na wyniki Dekpol Steel, czyli produkcję osprzętu do maszyn budowlanych. Pomimo silnego odbicia przychodów w drugiej połowie roku, spółka ta, jako jedyna z grupy, zanotowała w całym 2020 r. ujemną dynamikę sprzedaży.

## Dekpol

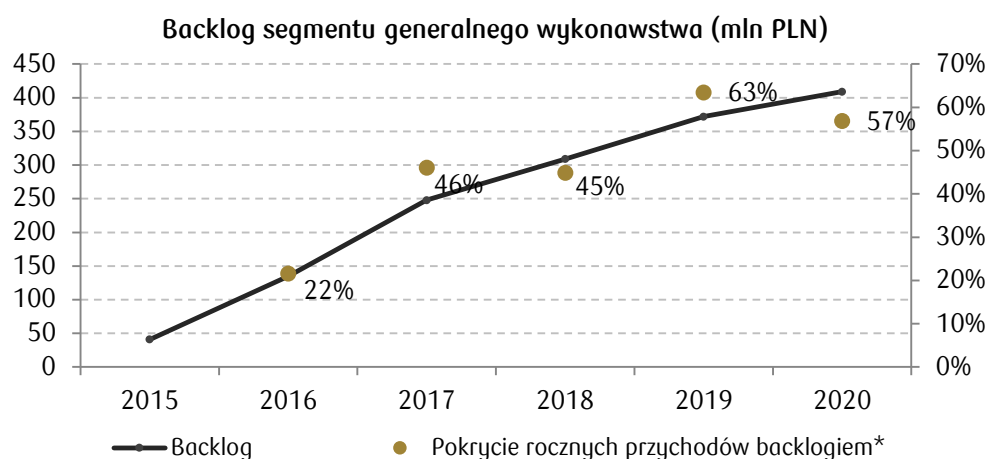
### Opis działalności Generalne wykonawstwo

W segmencie generalnego wykonawstwa priorytetem jest realizacja projektów z sektora logistycznego, przemysłowego oraz magazynowego, galerii handlowych i pozostałych obiektów kubaturowych wraz z pełną infrastrukturą zewnętrzną (drogi, place, parkingi), a także projektów deweloperskich realizowanych dla Dekpol Developer. Kontrakty zewnętrzne realizowane są głównie dla inwestorów prywatnych.

Ze względu na skalę pozyskiwanych zleceń – **większość projektów o wartości 25-40 mln PLN** – okres realizacji zwykle nie przekracza kilku miesięcy (brak głębokich fundamentów oraz wykorzystanie elementów prefabrykowanych). Zaletą zleceń o krótkim czasie realizacji jest ograniczenie ryzyka związanego ze wzrostem kosztów realizacji inwestycji w czasie.

Głównym obszarem działalności pozostaje **województwo pomorskie**, gdzie realizowanych jest około połowa projektów. W najbliższych latach spółka chce jednak zwiększyć swoją sprzedaż poprzez pozyskiwanie **nowych rynków zbytu** (w ujęciu terytorialnym i podmiotowym). W tym celu planuje budowę struktur lokalnych wokół głównych miast w Polsce: Warszawy, Poznania-Wrocławia oraz Krakowa-Katowic-Rzeszowa.

W ostatnich latach **portfel zamówień** Dekpolu w segmencie generalnego wykonawstwa rósł bardzo dynamicznie. Wartość kontraktów netto na koniec 2020 roku wynosiła 1034 mln PLN (+139% r/r), z czego do realizacji pozostało ok. **400 mln PLN** (CAGR backlogu w latach 2015-2020: 58%).

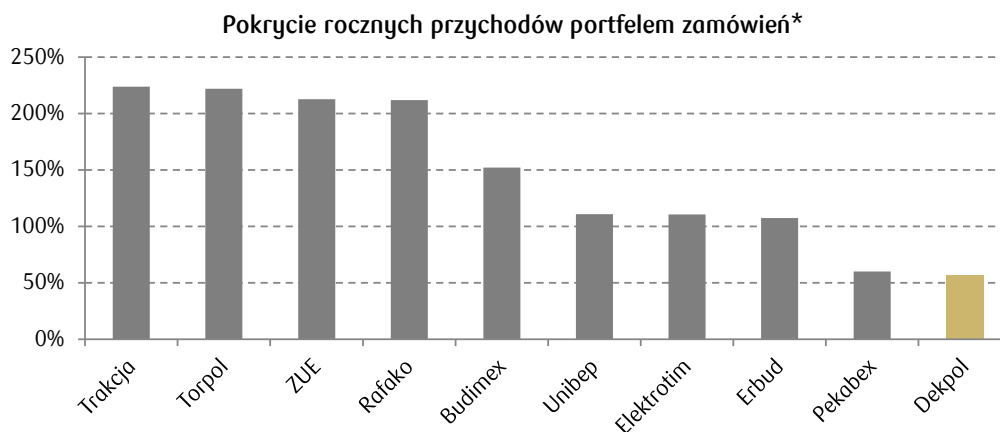


Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP, \*Przychody segmentu generalnego wykonawstwa / backlog na początku roku

Rotacja portfela zamówień Dekpolu jest znacznie szybsza niż średnia dla branży budowlanej. Na początku 2020 roku backlog stanowił równowartość jedynie 57% rocznych przychodów, co było poziomem zbliżonym do Pekabeksu – spółka najbliższa Dekpolowi pod względem charakterystyki realizowanych kontraktów.

## Dekpol

### Opis działalności



Źródło: DM PKO BP, \*Backlog na dzień 31.12.2019 / przychody w 2020

#### Najważniejsze kontrakty pozyskane przez Dekpol Budownictwo od 2019 do V 2021

Zawarcie	Opis	Miejsce	Zamawiający	Realizacja (mies.)	Wartość (mln PLN)
2019-02-08	Budynek produkcyjno-magazynowo-biurowy	Grudziądz	Panattoni	6,9	28
2019-03-05	Budynek magazynowy	Gdańsk	Panattoni	8,0	29
2019-03-29	Rozbudowa budynku handlowo-usługowego	Oława	ERGO Elżbieta Jeżewska	15,3	14
2019-03-29	Budynek magazynowo-biurowo-usługowy	Warszawa	7R	8,2	23
2019-04-26	Park magazynowo-logistyczny	Parzniew	Panattoni	5,2	58
2020-02-11	Budynek produkcyjno-magazynowo-biurowy	Jawczyce	Panattoni	4,7	42
2020-02-18	Budynek produkcyjno-magazynowy	Skórcz	Iglotex	7,0	85
2020-04-14	Budynek produkcyjno-magazynowo-biurowy	Rumia	Tricity North Sp. z o.o.	6,6	77
2020-05-20	Realizacja prac ziemnych, ronda, parkingu	Kołobrzeg	Karuzela Kołobrzeg	13,0	15
2020-07-03	Budynek magazynowo-biurowy	Wojanowo	Pruszcz Logistics sp z o.o.	2,0	93
2020-10-22	Rozbudowa budynku magazynowo-produkcyjny (II fazy)**	Grodzisk Maz.	Panattoni	5,3	54
2020-11-16	Budynek magazynowo-biurowy	Swarzędz	Kallisto 14 Sp. z o.o.	-	69
2020-11-16	Budynek magazynowo-biurowy	Swarzędz	Kallisto 14 Sp. z o.o.	8,0	31
2021-01-28	Budowa hal magazynowo-produkcyjnych (I faza)**	Gdańsk	PDC Industrial Center 13	2,5	54
2021-01-28	Budowa hal magazynowo-produkcyjnych (II faza)*	Gdańsk	PDC Industrial Center 13	-	23
2021-02-16	Budynek produkcyjno-magazynowo-biurowy (I faza)**	Szczecin	7R	3,5	46
2021-02-16	Budynek produkcyjno-magazynowo-biurowy (II faza)*	Szczecin	7R	6,0	31
2021-04-12	Budynek hali magazynowej***	Ujranów	Panattoni	4,0	39
<b>Średnia</b>				<b>6,6</b>	<b>45</b>

Źródło: Dekpol; BM PKO BP; \*umowa warunkowa; \*\*podany czas realizacji stanowi średnią czasu realizacji wszystkich etapów w ramach fazy; \*\*\* na podstawie uzgodnienia

W ostatnich trzech latach wszystkie największe kontrakty pozyskane przez Dekpol dotyczyły **budynków magazynowych, produkcyjnych lub biurowych**. W tym roku spółka pozyskała 2 wielofazowe zlecenia o łącznej wartości mogącej sięgnąć nawet 193 mln PLN, których czas realizacji nie przekracza 6 miesięcy (dla poszczególnych faz).

Segment generalnego wykonawstwa świadczy ponadto **usługi na rzecz Dekpol Deweloper**. Wszystkie projekty deweloperskie są realizowane na zasadzie własnego GW. Spółka nie świadczy natomiast usług GW w segmencie mieszkaniowym na zewnątrz.

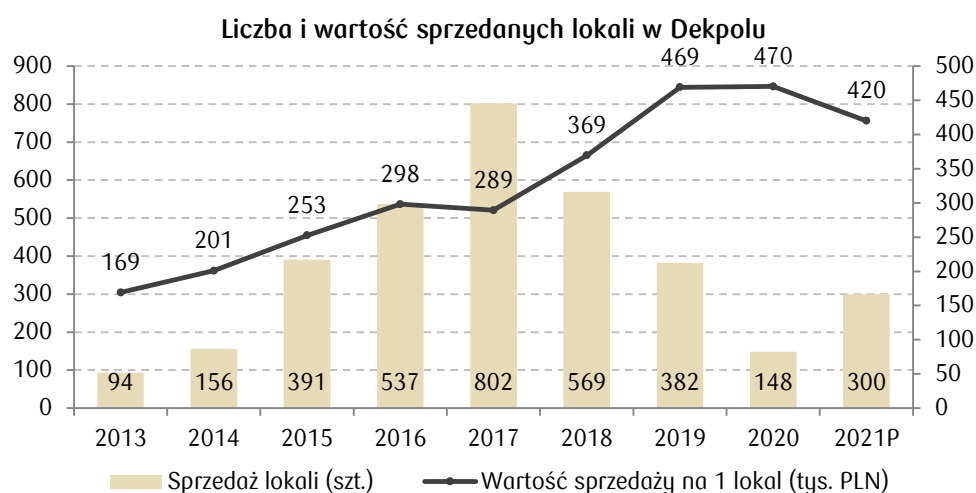
## Dekpol

### Opis działalności Działalność deweloperska

Historycznie działalność deweloperska Dekpolu koncentrowała się na mieszkalnictwie **budżetowym** w województwie pomorskim. **Od 2015** roku spółka weszła w segment **premium**, realizując inwestycję Nowa Motława w Gdańsku. Projekty premium są przez spółkę dzielone na **mieszkania** oraz **condohotele**. **Od 2017** roku spółka prowadzi projekty w formule spółek celowych, a **od 2019** roku cała działalność deweloperska została wydzielona i przeniesiona do spółki zależnej Dekpol Deweloper.

W latach **2013-2017** sprzedaż mieszkań w Dekpolu wzrosła 8-krotnie do około 800 lokali. Spółka posiadała w tym okresie projekty z niższego segmentu rynku, które znajdowały nabywców niezwykle szybko. Średnia cena mieszkań sprzedawanych do końca 2018 roku nie przekraczała 300 tys. PLN/lokal. Mieszkania sprzedawane w tamtym okresie przyniosły umiarkowaną rentowność, co widać po niższych marżach segmentu w okresie 2018-2019 w wysokości ok. 8% EBIT (rozliczenie sprzedanych mieszkań w wyniku finansowym jest opóźnione względem momentu sprzedaży i ma miejsce po zakończeniu budowy i przekazaniu lokali nabywcom).

**Od 2018** roku większy udział w ofercie Dekpolu mają projekty z segmentu **premium**. Szacujemy, że w 2020 roku średnia wartość sprzedanego lokalu zbliżyła się do 500 tys. PLN. Jednocześnie, w 2020 roku gwałtownie **spadła liczba sprzedawanych mieszkań**. Powyższy spadek wymaga nieco szerszego komentarza. Uważamy, że są przynajmniej trzy istotne przyczyny tej sytuacji. Po pierwsze, **okres pozyskania decyzji administracyjnych** niezbędnych do uruchomienia projektu na posiadanych gruntach okazał się dłuższy niż Zarząd pierwotnie zakładał. Opóźnienia projektów z powodów administracyjnych są standardowym problemem sektora, który w okresie 2019-2020 jeszcze się nasilił. W Dekpolu dodatkowym czynnikiem opóźniającym inwestycje było **wysokie zadłużenie grupy kapitałowej**, szczególnie na przełomie 2018/2019 ograniczające swobodę spółki w kwestii uruchamiania nowych projektów. Ostatnią przyczyną spadku wolumenów sprzedaży mieszkań była próba **sprzedaży części projektów inwestorom instytucjonalnym**, co siłą rzeczy ograniczało ofertę z punktu widzenia indywidualnych klientów.



Źródło: Dekpol, prognozy DM PKO BP



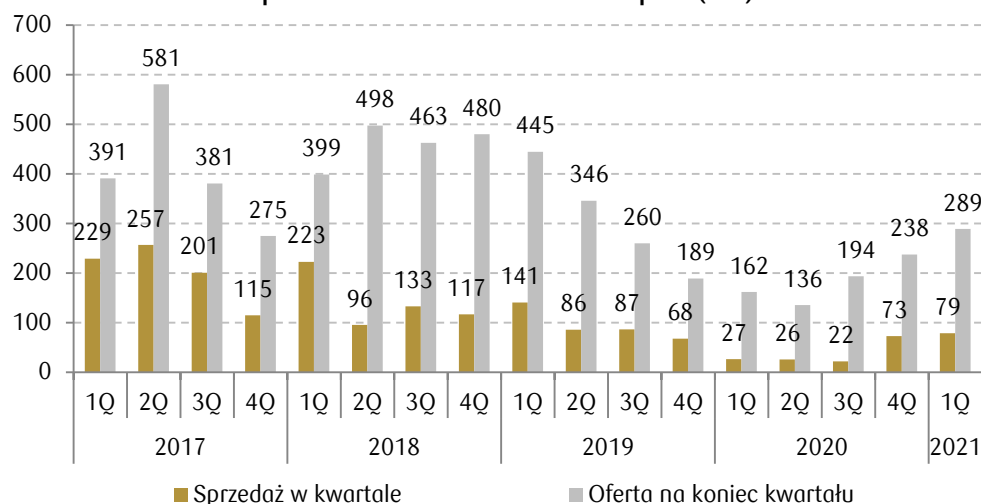
## Dekpol

### Opis działalności

Ostatnie kwartały były przełomowe pod względem oferty i sprzedaży. W III kw. 2020 Dekpol uruchomił sprzedaż dwóch inwestycji o podwyższonym standardzie na Wyspie Sobieszewskiej (Lazur Park, Villa Neptun) oraz Grano Marina Hotel. W IV kw. 2020 oferta została uzupełniona o inwestycję z segmentu popularnego w Rokitkach k. Tczewa (Osiedle Kociewskie). Były to pierwsze projekty od około roku, które trafiły do oferty spółki.

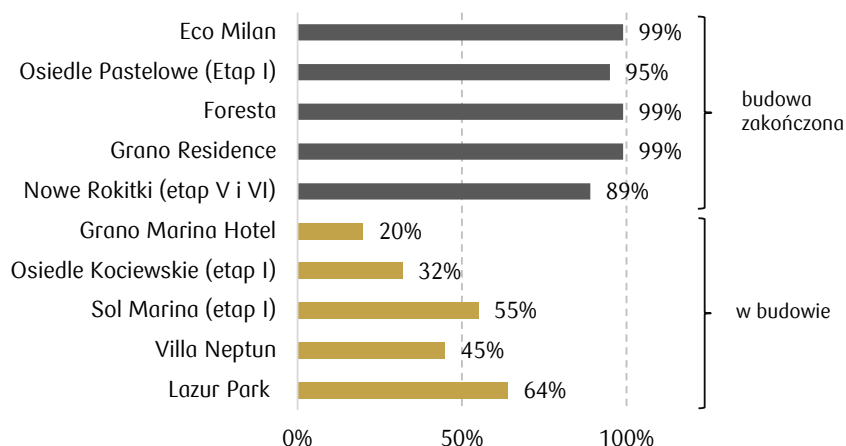
Na koniec I kw. 2021 r. w sprzedaży było 289 lokali realizowanych w ramach dziesięciu projektów, w tym pięciu w budowie.

Sprzedaż i oferta mieszkań w Dekpolu (szt.)



Źródło: Dekpol, prognoza BM PKO BP

Sprzedaż lokali w ofercie (na koniec I kw. 2021)



Źródło: Dekpol, prognoza BM PKO BP

## Dekpol

### Opis działalności

Porównując sprzedaż mieszkań w 2020 roku, Dekpol jest **jednym z najmniejszych graczy na GPW**. Jednocześnie zwracamy uwagę, że ubiegłoroczna sprzedaż nie odzwierciedla rzeczywistego potencjału spółki, mierzonego posiadanym bankiem ziemi. W **2021** roku Dekpol zamierza zwiększyć sprzedaż do około **350 lokali**, co wydaje się realnym celem, biorąc pod uwagę silny wzrost sprzedaży w I kw. 2021 oraz ambitne plany zwiększenia oferty w kolejnych kwartałach.

Liczba mieszkań sprzedanych przez deweloperów notowanych na GPW

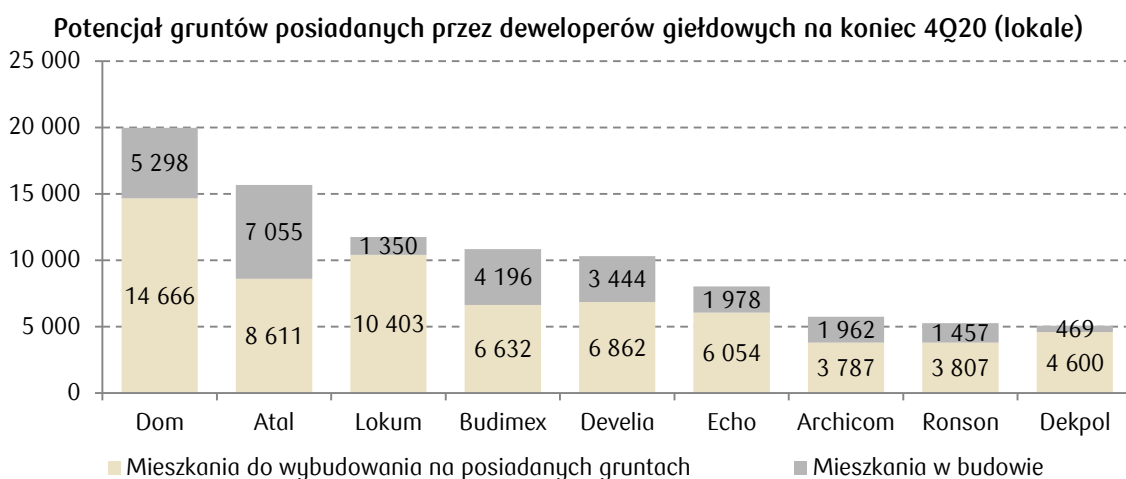
(lokale)	1Q 21	1Q 20	r/r	4Q 20	k/k	2020	2019	r/r
Dom Dev.	1 084	815	33%	1 130	-4%	3 756	3 661	3%
Atal	848	751	13%	824	3%	2 907	3 180	-9%
Develia	580	311	86%	580	0%	1 361	1 510	-10%
Budimex Nier.	494	541	-9%	473	4%	1 672	1 655	1%
Echo	463	399	16%	464	0%	1 567	1 357	15%
Archicom	377	293	29%	366	3%	1 220	1 462	-17%
Ronson	355	277	28%	257	38%	918	761	21%
JWC	232	210	10%	151	54%	651	1 026	-37%
InPro	219	190	15%	161	36%	635	769	-17%
Lokum	139	47	196%	169	-18%	463	268	73%
Marvipol	83	112	-26%	702	-88%	1 086	942	15%
<b>Dekpol</b>	79	27	193%	73	8%	148	382	-61%
<b>Suma</b>	<b>4 953</b>	<b>3 973</b>	<b>25%</b>	<b>5 350</b>	<b>-7%</b>	<b>16 384</b>	<b>16 973</b>	<b>-3%</b>

Źródło: Spółki, szacunki BM PKO BP

Patrząc na posiadany przez spółkę **bank ziemi**, Dekpol nie odstaje już tak znacząco od giełdowej konkurencji. Spółka posiada **bank ziemi** na około **4,6 tys. lokali** - więcej niż Ronson oraz Archicom. W ostatnim roku problemem Dekpolu był brak nowych wprowadzeń do oferty, lecz jak pisaliśmy wcześniej, sytuacja w tym zakresie ulega stopniowej poprawie. Traktując giełdowych deweloperów jako benchmark, **efektywnie działający deweloper** powinien **sprzedawać rocznie** mieszkania na poziomie ok. **20-25% banku ziemi** (bank ziemi/roczna sprzedaż = 4-5x). Osiągnięcie powyższego wskaźnika przez Dekpol oznaczałoby sprzedaż na poziomie ok. **900-1,100 lokali rocznie**. Umiarkowana dywersyfikacja geograficzna Dekpolu uzasadnia niższe tempo wyprzedzaży banku ziemi w przyszłości, niemniej nasze długoterminowe założenie o sprzedaży w długim terminie około 500 lokali/rok, wydaje się ostrożne. Zwracamy przy tym uwagę na **brak potrzeby zakupu gruntów** w najbliższych latach, by zrealizować powyższe założenie.

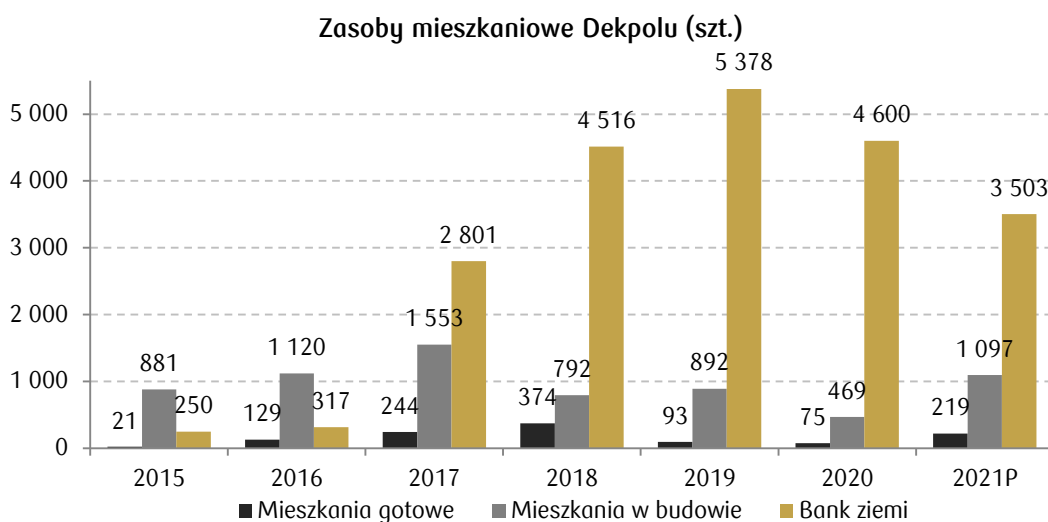
## Dekpol

### Opis działalności



Źródło: Spółki, szacunki BM PKO BP

Bank ziemi Dekpolu ma relatywnie krótką historię. **Większość działek została zakupiona w 2017 i 2018 roku. Średni koszt zakupu gruntów, będących w posiadaniu Dekpolu to ok. 600 PLN/PUM.** Około **40%** mieszkań do wybudowania na banku ziemi stanowią inwestycje o **podwyższonym standardzie**, stąd wspomniany powyżej koszt zakupu ziemi jest według nas atrakcyjny.



Źródło: Dekpol; szacunki BM PKO BP

Na potencjał deweloperski Dekpolu składa się **13 projektów** (w tym kilka wieloetapowych) na ok. **200 tys. m<sup>2</sup>** powierzchni użytkowej. Sześć projektów znajduje się obecnie w sprzedaży. **60%** powierzchni stanowią projekty zlokalizowane w **Gdańsku**. Poza Gdańskiem największy udział w banku ziemi ma wieloetapowe Osiedle Kociewskie w Rokitkach (k. Tczewa) – ok. 30%.




Pod względem standardu, w ofercie znajdują się projekty z segmentu **popularnego** stanowiące ok. 60% banku ziemi (Osiedle Kociewskie, Neo Jasień, Osiedle Pastelowe), projekty o **podwyższonym**

## Dekpol

**Opis działalności** standardzie z ok. 20% udziałem w PUM (zlokalizowane na Wyspie Sobieszewskiej projekty Lazur Park, Villa Neptun, Baltic Porto, Baltic Line i Fun Park oraz wrocławski projekt Braniborska) oraz projekty **premium** – ok. 20% banku ziemi (Sol Marina, Grano Resort).

Harmonogram inwestycji Dekpol Deweloper na najbliższe lata

Miasto	Inwestycja	Ilość etapów	2021				2022				2023				2024				2025				2025	
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Rokitki (k. Tczewa)	Osiedle Kociewskie	3				121				129					86									
Gdańsk	Neo Jasień	2							104				98											
Gdańsk**	Grano Resort	2										124							320					
Gdańsk**	Grano Marina Hotel	1									131													
Gdańsk	Sol Marina	3		92							127								140					
Gdańsk**	Baltic Porto	1						72																
Gdańsk**	Lazur Park	1				36																		
Gdańsk**	Villa Neptun	1				40																		
Gdańsk**	Soleo Park	1										25												
Gdańsk**	Baltic Fun Park	1													180									
Gdańsk**	Baltic Line	1						60																
Gdańsk	Osiedle Pastelowe	3	180										350											348
Warszawa	Prądyński	1																						
Wrocław	Braniborska*	1																						

 budowa zakończona 
  w budowie 
  budowa nierozpoczęta  
 wartości liczbowe oznaczają ilość lokali w danym etapie

Źródło: Dekpol | \*projekt realizowany z inwestorem instytucjonalnym \*\*Wyspa Sobieszewska

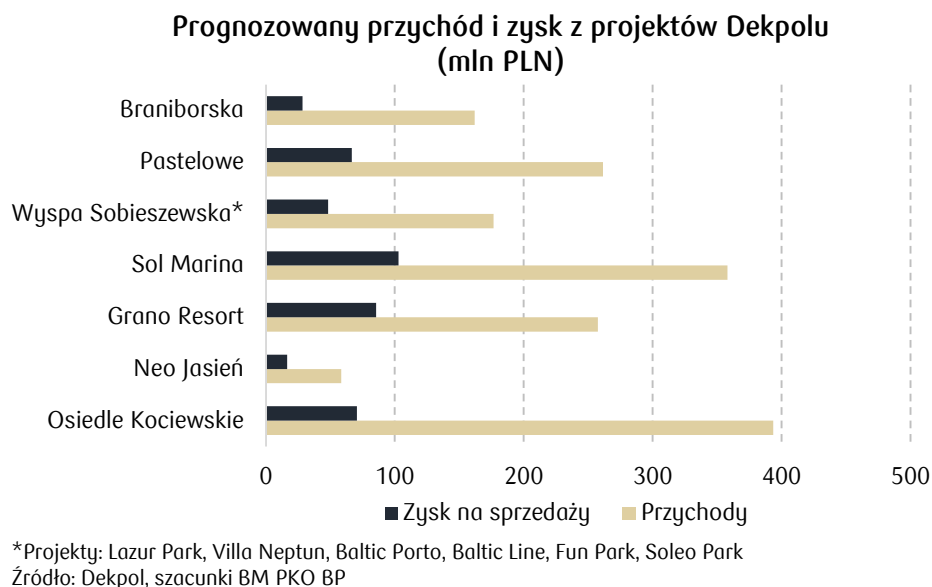
Projekt przy ulicy **Braniborskiej** we Wrocławiu został w całości sprzedany inwestorowi instytucjonalnemu i będzie rozliczany w wyniku zgodnie z postępem prac w latach 2021-2023.

**Łączną wartość rynkową projektów deweloperskich** Dekpolu szacujemy na około **1,7 mld PLN** (inwestycje w budowie i przygotowaniu). Przy szacowanej przez nas **1 marży** na poziomie **25%** przyniosłyby one ponad **400 mln PLN** zysku brutto ze sprzedaży, w większości do rozliczenia w wynikach w latach 2021-2026.

Trzema najważniejszymi projektami spółki, odpowiadającymi za ponad 60% prognozowanych przez nas zysków z projektów deweloperskich są: **Grano Resort**, **Sol Marina** oraz **Osiedle Kociewskie**.

## Dekpol

### Opis działalności



### Wybrane projekty

#### Sol Marina



Inwestycja powstaje **na lewym brzegu Martwej Wisły**, na zachód od mostu prowadzącego na Wyspę Sobieszewską na działce o pow. 11 ha. Kompleks będzie składał się z budynków apartamentowych o niskiej zabudowie (apartamenty o powierzchni **od 33 do 132 m<sup>2</sup>**), jednego **wysokiego budynku** (10-piętrowego condohotelu) oraz **mariny dla małych jachtów**. Każdy z apartamentów będzie posiadał miejsce parkingowe oraz własne miejsce do cumowania. W ramach osiedla powstanie także dwukondygnacyjny kapitanat z restauracją, salą bankietową i konferencyjną. **Budowa kolejnych etapów (condohotel, apartamentowiec) rozpocznie się w tym roku.**

## Dekpol

### Opis działalności Grano Resort:



Działka o powierzchni 5 ha została zakupiona w przetargu na początku 2017 roku za 7 mln PLN (<300 PLN/PUM) od Agencji Mienia Wojskowego. Jest ona zlokalizowana w zachodniej części **Wyspy Sobieszewskiej**, pośród lasu, około 500 metrów od plaży. Na nieruchomości spółka planuje w czterech etapach zrealizować projekt typu condohotel na około **750 apartamentów**. **Rozpoczęcie prac zaplanowane jest na III kw. tego roku.**

### Osiedle Kociewskie



Osiedle Kociewskie to projekt powstający w **Rokitkach, 2 km od Tczewa**. W ramach tego zaplanowanego na wiele etapów osiedla powstały już 3 budynki, z łącznie **121 lokalami** (z mieszkaniami o powierzchni 27-55 m<sup>2</sup>). **Budowa kolejnego etapu ma się rozpocząć w III kw. tego roku.**



## Dekpol

### Opis działalności Neo Jasień



Inwestycja powstaje przy ul. Potęgowskiej, pomiędzy ul. Armii Krajowej i obwodnicą Trójmiasta, na wschód od jeziora Jasień, w odległości **ok. 7 km od śródmieścia Gdańska**. W ramach I etapu powstają mają **104 mieszkania** o metrażach 34 do 71 mkw. **Budowa I etapu rozpoczęła się w II kw. br.**

### Lazur Park



Lazur Park powstaje na **Wyspie Sobieszewskiej**, przy ul. Kwiatowej. W ramach inwestycji powstaje **36 mieszkań** o powierzchni od 27 mkw. do 58 mkw. **Zakończenie budowy zaplanowane jest na IV kw. tego roku.**

## Dekpol

### Opis działalności Villa Neptun



Inwestycję tworzą dwa trzykondygnacyjne budynki zlokalizowane przy ul. Nadwiślańskiej w pobliżu Przystani Tramwaju Wodnego nad brzegiem Martwej Wisły. W ofercie Villi Neptun znajduje się **40 apartamentów** o powierzchni od 28 mkw. do 58 mkw. Do dyspozycji mieszkańców będzie m.in. sauna sucha. **Zakończenie budowy planowane jest w IV kw. tego roku.**

#### Osiedle Pastelowe:



W ramach wieloetapowej inwestycji zlokalizowanej w Gdańsku - Łostowicach, powstaną czterokondygnacyjne budynki na łącznie ok. 1 300 mieszkań. Pierwszy etap inwestycji na 180 mieszkań wszedł do sprzedaży w 1H'19. **Budowa II etapu na 350 mieszkań rozpoczęła się w tym kwartale.**



## Dekpol

### Opis działalności

#### Działalność produkcyjna

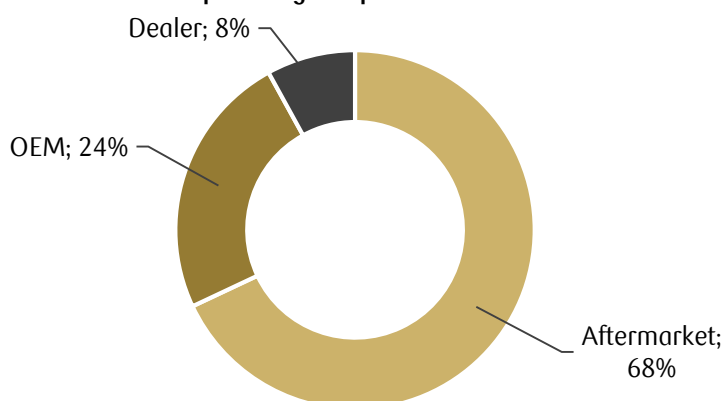
##### Dekpol Steel

Dekpol Steel zajmuje się produkcją osprzętu do maszyn budowlanych. W ciągu niecałych 9 lat swojej działalności, spółka osiągnęła pozycję **największego pod względem portfolio i przychodów producenta łyżek i osprzętu do maszyn budowlanych w Europie Środkowej**.

W swojej ofercie spółka ma łyżki przeznaczone do koparek, ładowarek oraz podnośników teleskopowych, wykorzystywanych m.in. w kamieniołomach, żwirowniach, przy pracach ziemnych czy też w rolnictwie. Spółka może jednak dostosować się do wymagań klienta i wyprodukować dowolny rodzaj łyżki.

Łyżki sprzedawane są trzem rodzajom odbiorców: *aftermarket* (rynek wtórny), *OEM* (producenci oryginalnych urządzeń, jak np. CAT, Volvo i Komatsu) oraz dealerom. Spółka dostarcza swoje produkty do odbiorców z 24 krajów.

Struktura sprzedaży Dekpol Steel w 2020 r.



Źródło: Dekpol

Do tej pory niemal całość produkcji przeznaczona była na eksport, który w 2020 r. stanowił 90% sprzedaży. W 2020 r. Dekpol Steel rozbudował krajowy dział sprzedaży. Na chwilę obecną spółka chce zbudować sieć sprzedaży własnej, tj. pod marką Dekpol Steel we Francji, Niemczech i USA. W szczególności na rynku amerykańskim spółka liczy na jeszcze wyższe marże.

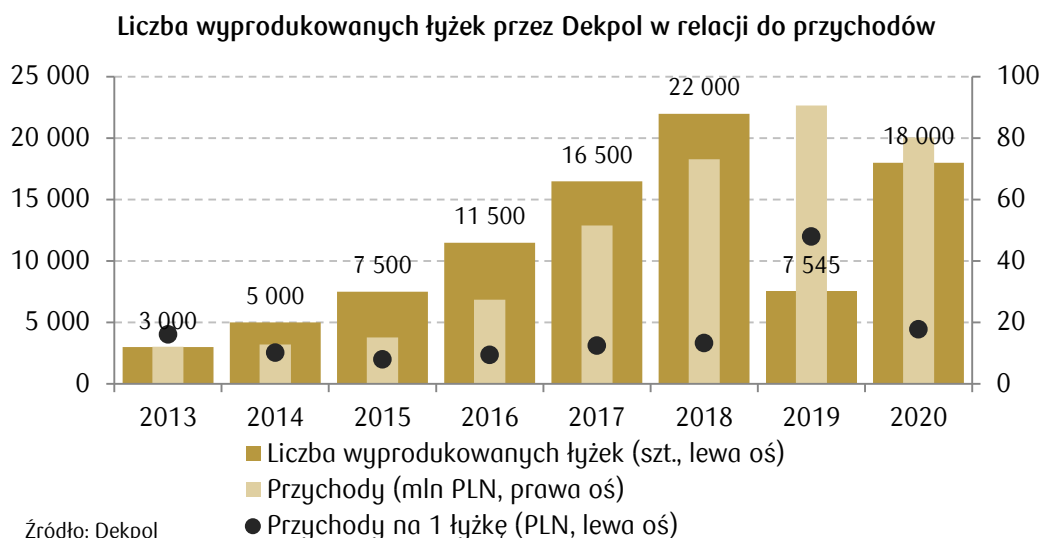
Dekpol Steel dysponuje halami produkcyjnymi o powierzchni ok. 10,7 tys. m<sup>2</sup> (o miesięcznych możliwościach przerobu ok. 850 ton stali) i posiada pozwolenie na rozbudowę hal o kolejne 10 tys. m<sup>2</sup>, z czego w tym roku chce powiększyć zakład o ok. 4,5 tys. m<sup>2</sup>. Spółka dysponuje też łącznie ok. 5,2 tys. m<sup>2</sup> powierzchni magazynowej.

W latach 2013-2018 produkcja łyżek rosła w średnim tempie ok. 50% rocznie, osiągając poziom 22 000 szt. w 2018 roku. Spadek liczby wyprodukowanych łyżek w 2019 r. o 66% wynikał ze zwiększonej ilości łyżek wielkogabarytowych. W 2020 roku Dekpol Steel zwiększył już produkcję pod względem ilościowym i wyprodukował ok. 18 000 łyżek, w tym do małych i średnich koparek.

## Dekpol

### Opis działalności

Warto zaznaczyć, że liczba wyprodukowanych łyżek nie musi przekładać się wprost na przychody. Produkcja wielkogabarytowych łyżek w 2019 roku, choć relatywnie niewielka pod względem ilościowym, przyniosła rekordowe przychody segmentu, co widać na zaprezentowanym poniżej wykresie.



W 2020 r., w związku z pandemią, biznes Dekpol Steel ucierpiało – przyczyniło się do tego w szczególności zmniejszenie ilości zamówień ze strony dużych producentów, w szczególności w II kw. Spółka efektywnie wykorzystała jednak ubiegły rok stawiając na **rozwój mocy produkcyjnych i wydajności produkcji**, rozbudowała park maszynowy, zautomatyzowała część procesów produkcji i prowadziła rekrutację nowych pracowników. Wszystkie te działania mają pozwolić na zwiększenie produkcji, przyspieszenie procesu produkcyjnego oraz redukcję kosztów.

W ramach dywersyfikacji źródeł przychodów, w 2020 r. spółce udało się też pozyskać wielu **nowych klientów z rynku europejskiego**, jak Hitachi (od I kw. tego roku Dekpol Steel stał się autoryzowanym dostawcą dla Hitachi), Steelwrist czy SMP.

W sierpniu ubiegłego roku rozpoczęły się rozmowy z największym producentem maszyn budowlanych na świecie - **Caterpillarem**, dotyczące **przeniesienia części produkcji do Dekpol Steel**. W ramach przygotowania do realizacji nowych zamówień, Dekpol Steel rozpoczął proces wdrażania wszystkich procesów i wymogów nowego odbiorcy. Spółka rozpoczęła już produkcję dwóch grup produktowych dla Caterpillara. Cały proces wdrożenia zostanie rozłożony w czasie do 2024 roku.

### Betpref

W 2018 roku Dekpol kupił za ok. 10 mln PLN nieruchomość w Toruniu, na której spółka rozpoczęła produkcję prefabrykatów betonowych. Akwizycja podyktowana była chęcią zapewnienia ciągłości dostaw prefabrykatów, wykorzystywanych przy realizacji kontraktów w generalnym wykonawstwie. Docelowo około 50% produktów zakładu ma być sprzedawanych na zewnątrz.

## Dekpol

### Opis działalności

W 2020 Spółka Betpref Sp z o.o. uruchomiła w Pinczynie zakład produkujący lekkie oraz ciężkie konstrukcje stalowe, profile stalowe oraz panele elewacyjne, o miesięcznym przerobie 250 ton.

Wyroby są wykorzystywane głównie na własne potrzeby przy realizacji kontraktów przemysłowych i magazynowych.

### Polityka dywidendowa

Dekpol **nie ma przyjętej polityki dywidendowej**. Rekomendacja przez Zarząd ewentualnej wypłaty dywidendy za dany rok uwzględnia zapisy kowenantów określonych w warunkach emisji obligacji i umowach kredytowych, zgodnie z którymi wypłata dywidendy **nie może przekraczać 30% skonsolidowanego zysku netto**.

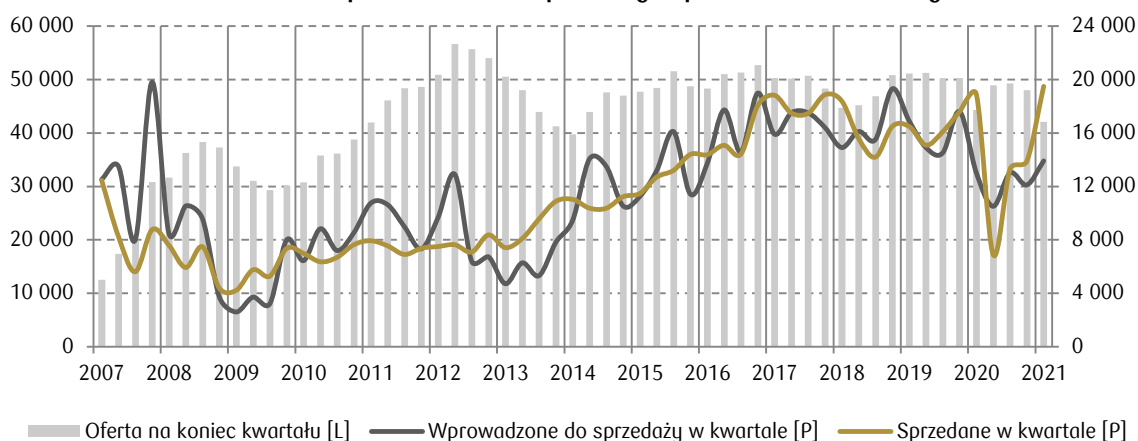
## Dekpol

### Otoczenie rynkowe Rynek mieszkaniowy

Dane z rynku mieszkaniowego za I 1Q21 wskazują, że rynek mieszkaniowy w Polsce bardzo szybko odbudował się po wcześniejszym spadku wywołanym pandemią COVID-19.

**Sprzedaż mieszkań** w ogarniętym lockdownem 2Q20, spadła o 54% r/r na sześciu największych rynkach w Polsce. Popyt na mieszkania silnie odbił w 3Q20 i 4Q20, choć w ujęciu r/r sprzedaż była wciąż niemal 20% niższa. Rekordowo wysoka sprzedaż mieszkań w 1Q21 (+3% r/r) przejawia już natomiast pierwsze symptomy przegrzania rynku, tym bardziej, że towarzyszy jej spadek oferty mieszkań. Całkowita **oferta** w największych miastach w Polsce **spadła w 1Q21 do poziomu z 2014 roku**.

Mieszkania wprowadzone do sprzedaży i sprzedane na tle oferty\*



Źródło: JLL, \*zagregowane dane dla Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznania i Łodzi

O ile niska **podaż mieszkań** z 2Q/3Q20 mogła częściowo wynikać ze świadomych decyzji deweloperów, którzy obawiając się głębokiego kryzysu wstrzymali się z decyzją o rozpoczęciu inwestycji, o tyle już niska liczba nowych inwestycji w 4Q20 oraz 1Q21 wydaje się świadczyć o znacznym pogorszeniu efektywności działania administracji publicznej, odpowiedzialnej za wydawanie decyzji o pozwoleniu na budowę oraz coraz większych problemach w zabezpieczaniu gruntów przez firmy deweloperskie.

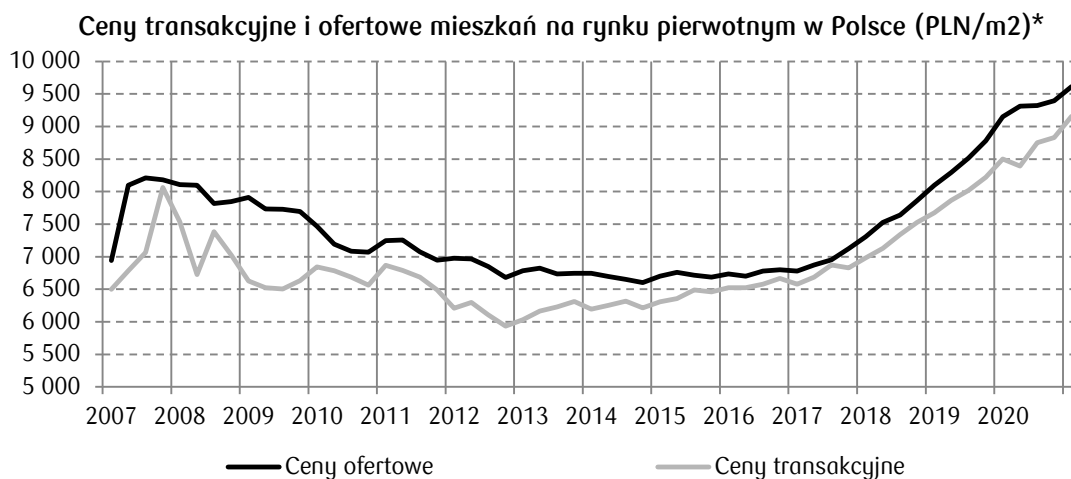
W kwestii **pozwoleń na budowę**, ogólnokrajowe dane GUS (wykres poniżej) wskazują silny wzrost liczby wydanych decyzji na przełomie 2020 oraz 2021, co w naszej ocenie jest związane ze zmianami w prawie budowlanym, co spowodowało znaczny wzrost liczby wniosków, dotyczących projektów, których budowa ma się rozpocząć w dłuższym horyzoncie czasu. Ponadto, silny wzrost wydanych pozwoleń nie dotyczy dużych aglomeracji. Przykładowo, w Warszawie w 1Q21 liczba wydanych pozwoleń na budowę spadła o 20% r/r.

## Dekpol

## Otoczenie rynkowe



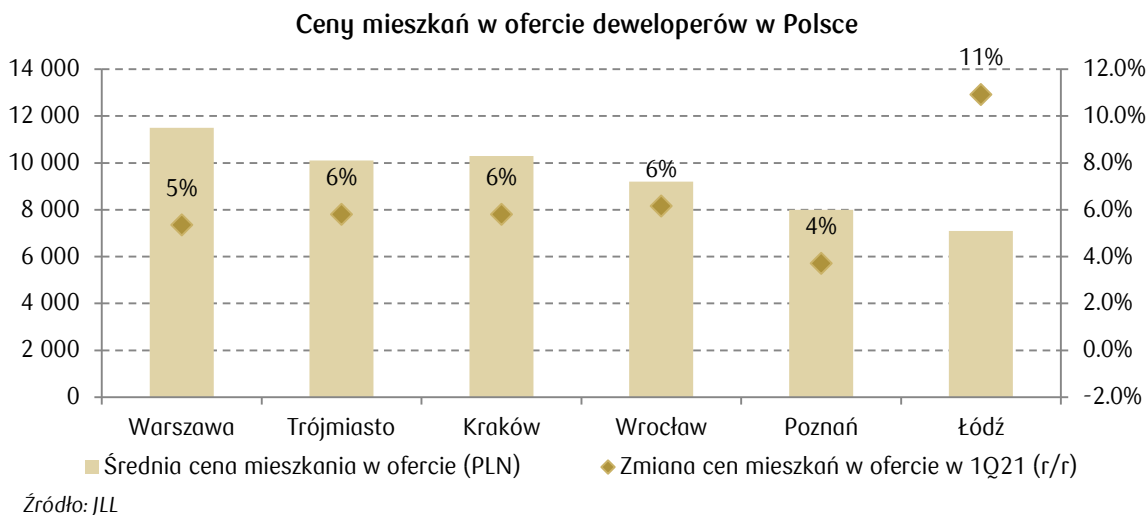
W pierwszych miesiącach kryzysu (marzec/kwiecień '20), większość deweloperów giełdowych zdecydowało się zwiększyć rabaty lub cofnąć ostatnie podwyżki cen ofertowych mieszkań. Deweloperzy względnie szybko wycofali się z powyższej polityki w obliczu szybkiego powrotu popytu w 3Q20. Według NBP, ceny ofertowe jak i ceny transakcyjne mieszkań były w 1Q21 o 5-7% wyższe niż w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu, co wskazuje jedynie na spowolnienie trendu wzrostowego cen.



Podobne wnioski płyną z danych JLL, dotyczących średniej ceny mieszkań ofercie deweloperów, która w 1Q21 wzrosła o około 5% r/r w większości dużych miast w Polsce. Średnia cena ofertowa w Trójmieście, gdzie Dekpol głównie prowadzi działalność, przekroczyła w 2020 roku poziom 10.000 PLN za m<sup>2</sup> i jest ok. 12% niższa niż średnia cena w Warszawie, oraz zbliżona do średnich cen w Krakowie.

## Dekpol

## Otoczenie rynkowe



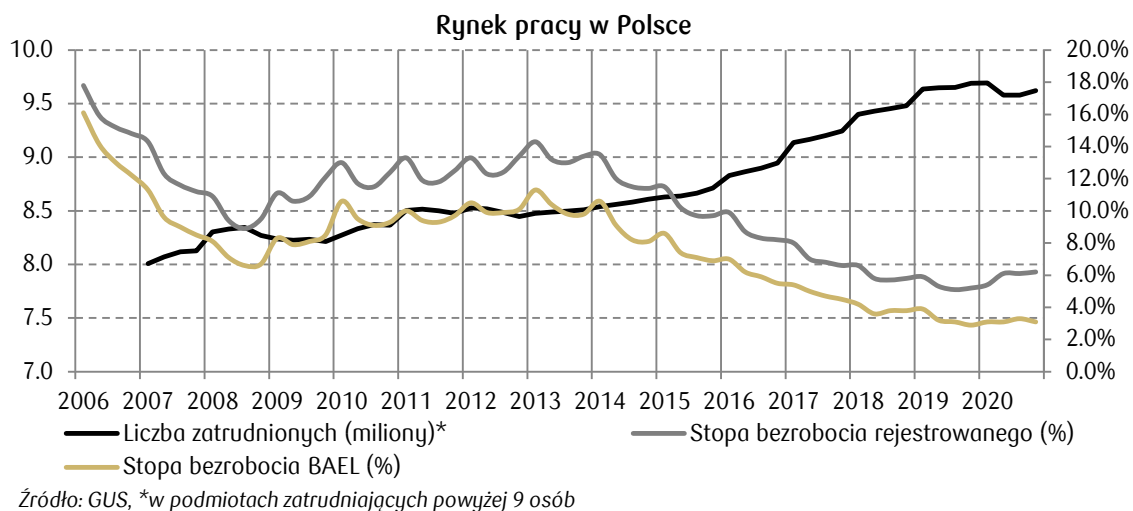
Uważamy, że program „Polski Ład”, zaprezentowany przez polski rząd w maju br. będzie miał dodatkowy proinflacyjny wpływ na rynek mieszkaniowy w Polsce. Program przewiduje system gwarancji rządowych do 100 tys. PLN, które umożliwią obywatelom uzyskanie kredytu na 100% LTV przy zakupie mieszkania. Szczegóły programu jeszcze nie są znane, niemniej przewiduje on limit cenowy na mieszkanie, co naszym zdaniem spowoduje wzrost cen mieszkań w najniższej kategorii cenowej. W dłuższym terminie rządowy program powinien wpłynąć również na wzrost podaży projektów deweloperskich w segmencie niższym. Z punktu widzenia Dekpolu, spodziewamy się wzrostu popytu na trzy wieloetapowe projekty Osiedle Kocięskie, Neo Jasień oraz Osiedle Pastelowe, których rentowność może ulec poprawie po zainicjowaniu programu, najprawdopodobniej w 2022 roku.

Długoterminowe zapotrzebowanie na mieszkania w Polsce było i w naszej ocenie pozostanie wysokie w najbliższych latach. **Czynnikami, które pozwoliły rynkowi mieszkaniowemu rozkwitnąć** w okresie 2015-2019 oraz utrzymać względną siłę podczas trwającej pandemii są bardzo dobra kondycja **rynku pracy** oraz rekordowo niskie **stopy procentowe**.

Rynek pracy naturalnie ucierpiał, lecz skala problemu wydaje się znacznie mniejsza niż sądzono jeszcze na początku pandemii. **Bezrobocie** w Polsce wzrosło w ciągu roku o 1 p.p. do 6,2% w 4Q20. Jednocześnie, przeciętne miesięczne wynagrodzenie w gospodarce wzrosło o 5,0% r/r do 5 458 PLN.

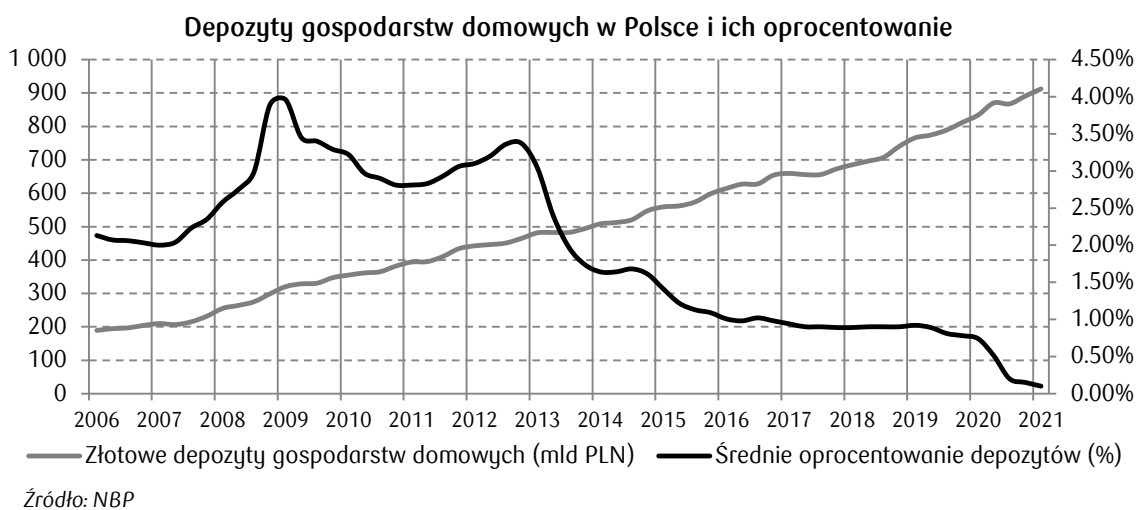
## Dekpol

## Otoczenie rynkowe



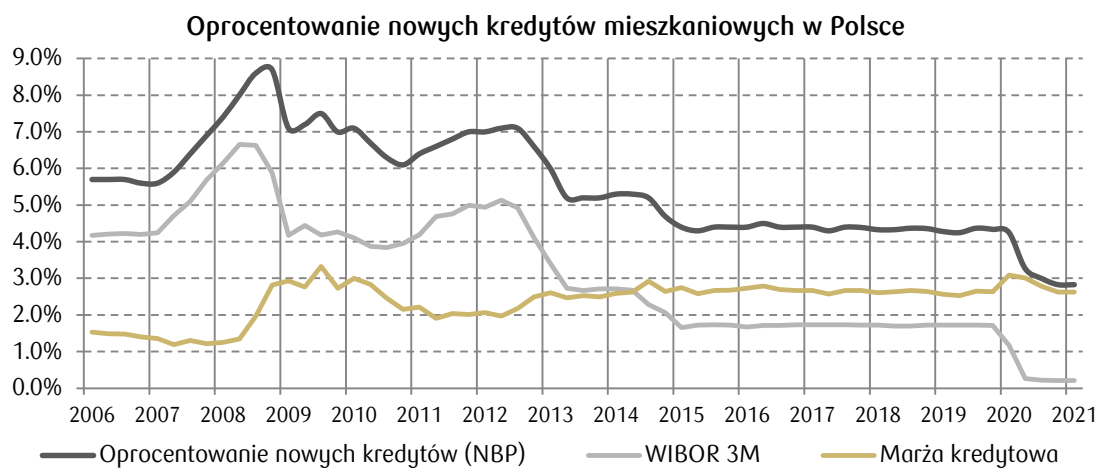
Odnosnie stóp procentowych, ubiegłoroczne decyzje RPP, o **trzech obniżkach stawki referencyjnej** o łącznie 140 p.b. **do 0,1%** stanowiły ogromne wsparcie popytu na mieszkania, co najmniej z dwóch powodów.

Po pierwsze, rekordowo niskie stopy procentowe wpłynęły na gwałtowny **spadek oprocentowania depozytów** gospodarstw domowych do średnio **0,1%** w marcu br., **zmniejszając skłonność do oszczędzania na lokatach bankowych**. W minionych kilku latach średnie oprocentowanie depozytów kształtowało się na poziomie około 1%, co było wystarczająco niskim poziomem, by kierować na rynek mieszkaniowy osoby dysponujące nadwyżką gotówkową. Uważamy, że w obecnym otoczeniu ten trend ulegnie wzmocnieniu. Nadpłynność w sektorze bankowym sprawia, że banki nie będą konkurować między sobą oprocentowaniem lokat. Pomimo trwającego kryzysu związanego z pandemią, **wartość depozytów gospodarstw domowych wyniosła na koniec marca 912 mld PLN (+9% r/r)**.



## Dekpol

**Otoczenie rynkowe** Po drugie, **oprocentowanie nowych kredytów** mieszkaniowych spadło o ponad 30% r/r do historycznie najniższego poziomu **2,8%** w marcu 2021 roku. Szacujemy, że średnia marża kredytowa nie uległa istotnej zmianie na przestrzeni ostatniego roku, wskazując na silną konkurencję między bankami w Polsce. Niższe oprocentowanie **podnosi zdolność kredytową**, zwiększając potencjalne grono nabywców mieszkań.



Źródło: NBP, szacunki BM PKO BP

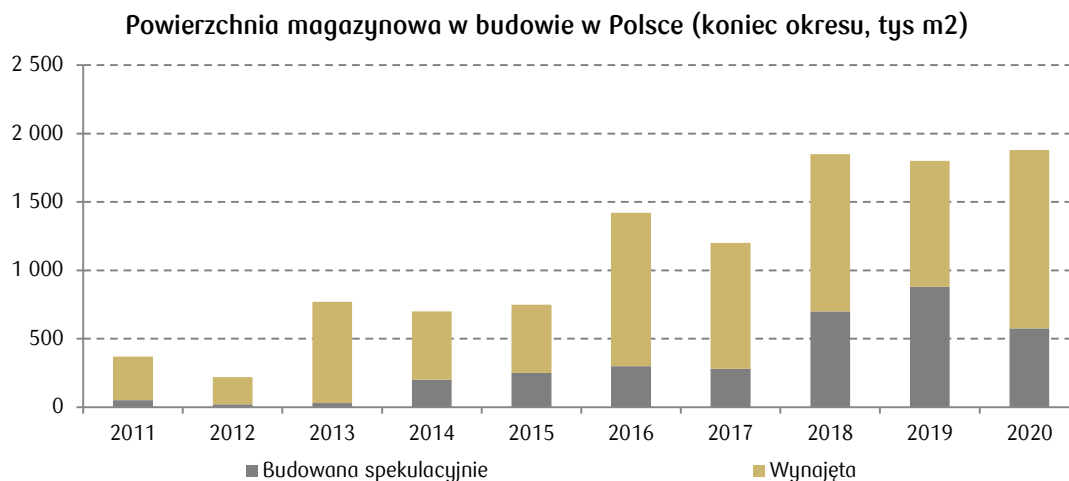
### Rynek magazynowy

Segment **generalnego wykonawstwa** w Dekpolu wyspecjalizował się w zleceniach na rynku przemysłowo-magazynowym. Aktywność deweloperów magazynowych gwałtownie wzrosła w 2018 i od tego czasu utrzymuje się na stabilnym, wysokim poziomie. W okresie pandemii COVID-19, deweloperzy zmniejszyli liczbę projektów realizowanych spekulacyjnie. Dzięki silnemu popytowi, udział powierzchni wynajętej w całkowitej produkcji wzrósł do ok. 70% na koniec 2020 roku z około 50% na koniec 2019 roku.



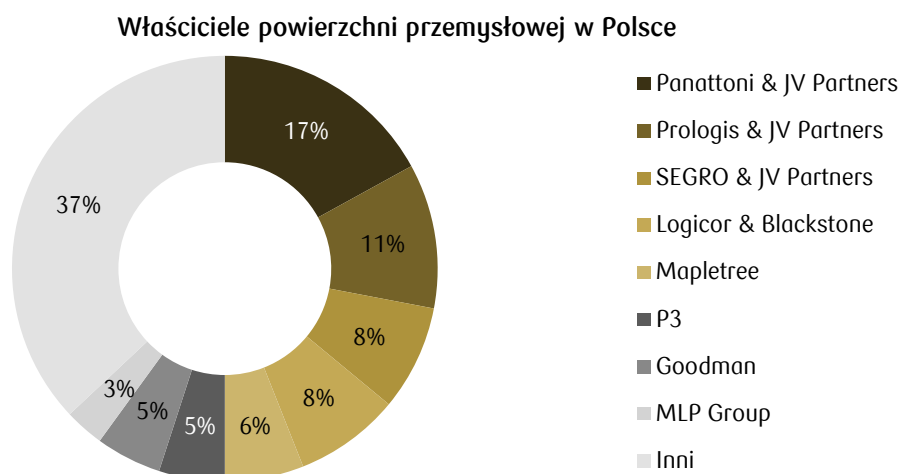
## Dekpol

## Otoczenie rynkowe



Źródło: JLL

Popyt na powierzchnię magazynową pozostaje bardzo wysoki. W 2020 roku w Polsce wynajęto **4,8 mln m<sup>2</sup>** powierzchni magazynowej, co stanowi trzecie miejsce w Europie po Niemczech i Wielkiej Brytanii. Głównymi motorami wzrostu rynku w Polsce pozostały niezmiennie sektor **handlowy**, **e-commerce** oraz **logistyka**. Powyższe branże już przed 2020 zgłaszały podwyższone zapotrzebowanie na magazyny, a kryzys wywołany chorobą COVID-19 dodatkowo ten trend przyspieszył.



Źródło: JLL, 08'19

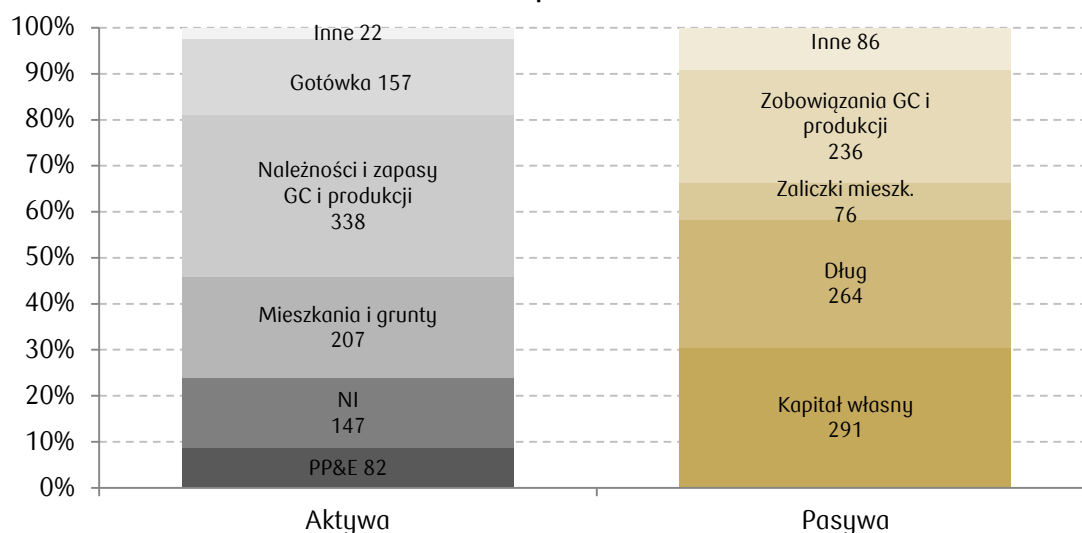
## Dekpol

### Wybrane dane finansowe i prognozy

#### Aktywa

Silny wzrost skali działalności Dekpolu był widoczny w **sumie bilansowej**, która na przestrzeni 2014-2020 wzrosła prawie 4,5x, do ponad 1 mld PLN, a **kapitały własne** niemal 4x do 290 mln PLN.

Bilans GK Dekpol na koniec 2020



Źródło: Dekpol., szacunki BM PKO BP

**Aktywa trwałe** stanowiły na koniec 2020 r. **26% sumy bilansowej (253 mln PLN)**. Prawie 60% powyższej kwoty (147 mln PLN) dotyczy **nieruchomości inwestycyjnych**, na które składają się:

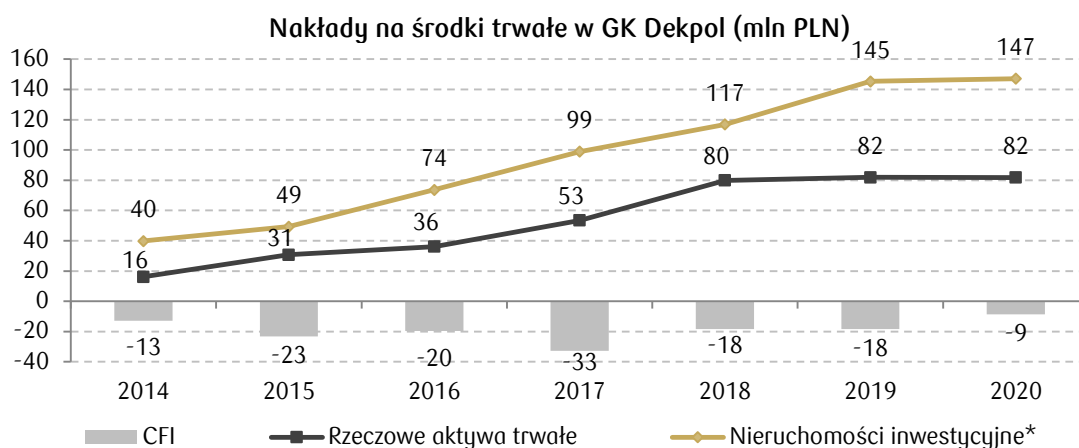
- Hotel Almond w Gdańsku
- Nieruchomość przy ul. Braniborskiej we Wrocławiu
- Nieruchomości w Gdańsku Sobieszewie (5.6 ha)
- Nieruchomość Sol Marina w Gdańsku (3.0 ha)

Czterogwiazdkowy **Hotel Almond**, zlokalizowany przy ul. Toruńskiej 12 w Gdańsku jest najbardziej wartościowym aktywem niezwiązanym z podstawową działalnością spółki.

Na nieruchomościach **Sol Marina** i w **Sobieszewie** spółka zamierza zrealizować w najbliższych latach projekty deweloperskie. Umieszczenie powyższych gruntów w nieruchomościach inwestycyjnych (a nie w zapasach) wynika między innymi z dłuższego okresu niezbędnego do przygotowania projektu lub nieokreślonego sposobu użytkowania nieruchomości.

Pozostałe aktywa długoterminowe są związane z działalnością produkcyjną i budowlaną grupy. Do 2019 r. Dekpol intensywnie inwestował w aktywa trwałe (średnio ok. **20 mln PLN rocznie**). Wzrost wartości **rzeczowych aktywów trwałych** wynikał z intensywnego rozwoju wszystkich segmentów działalności, w szczególności rozbudowę zakładu produkcji osprzętu w Pinczynie. W 2020 roku spółka znacznie **zredukowała CAPEX**.

## Dekpol

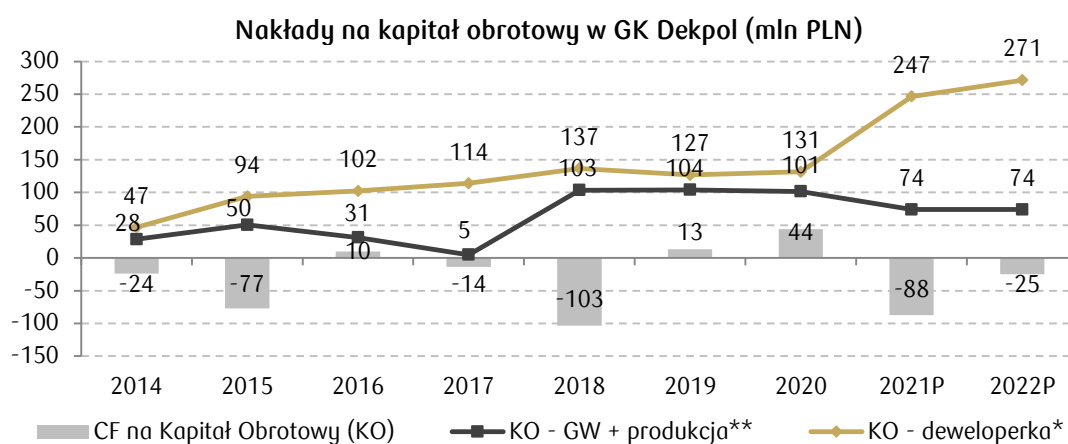
Wybrane dane  
finansowe i  
prognozy

Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP, \*nieruchomości inwestycyjne w 2014-2015 korygowane

Przechodząc do **aktywów obrotowych**, w latach 2015-2017 głównym konsumentem gotówki była działalność deweloperska, jako że spółka intensywnie inwestowała w grunty oraz istotnie zwiększyła liczbę realizowanych projektów – wzrost nakładów budowlanych.

Od 2018 roku segment deweloperski wciąż konsumował gotówkę, a ponadto spółka doświadczyła **silnego odpływu gotówki w związku z realizowanymi kontraktami budowlanymi**. Było to zjawiskiem powszechnym w branży budowlanej w tym okresie, w Dekpolu dodatkowo usprawiedliwionym skokowym wzrostem przychodów segmentu.

Ostatnie dwa lata to w Dekpolu okres stabilizacji nakładów na kapitał obrotowy. W okresie 2021-2022 spodziewamy się **większego zaangażowania gotówki w segmencie mieszkaniowym** w związku z planowanym rozpoczęciem nowych budów.



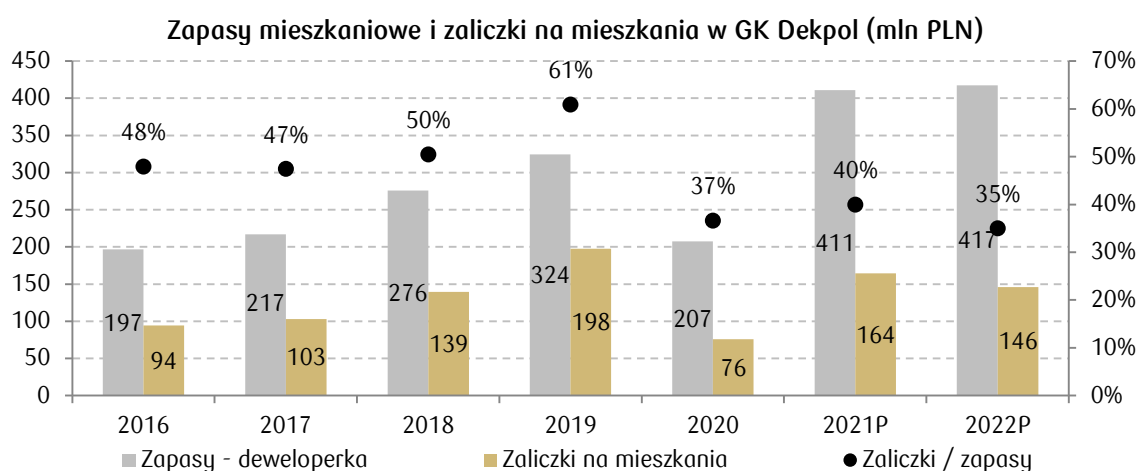
Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP, \*grunty + mieszkania w budowie + gotowe mieszkania -zaliczki na mieszkania, \*\*zapasy + należności - zobowiązania + wycena kontraktów

## Dekpol

### Wybrane dane finansowe i prognozy

**Cykl inwestycyjny w segmencie mieszkaniowym** doskonale widać zestawiając zapasy mieszkaniowe i zaliczki od klientów. W latach **2018-2019** Dekpol zainwestował ponad 100 mln PLN w projekty mieszkaniowe, niemal w całości finansując się zaliczkami od klientów. W tym okresie Dekpol sprzedawał mieszkania na wczesnym etapie budowy, osiągając rewelacyjny wskaźnik zaliczek do zapasów na poziomie ponad 60% na koniec 2019 r. W ten sposób spółka uniknęła nadmiernego zadłużenia w okresie silnego zapotrzebowania na gotówkę w segmencie budowlanym.

**Spadek zapasów i zaliczek w 2020** jest związany z rekordowymi przekazaniami mieszkań (duży wpływ projektu Grano). W latach **2021-2022** zapasy mieszkaniowe Dekpolu ponownie będą rosły z związku z uruchomieniem nowych projektów. Według nas, mocniejsza pozycja gotówkowa spółki sprawia, że Dekpol może w najbliższych latach skuteczniej powalczyć o marżę w segmencie mieszkaniowym bez konieczności zwiększania tempa sprzedaży. Zakładamy wolniejsze tempo spływu zaliczek niż w poprzednich latach.



Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP

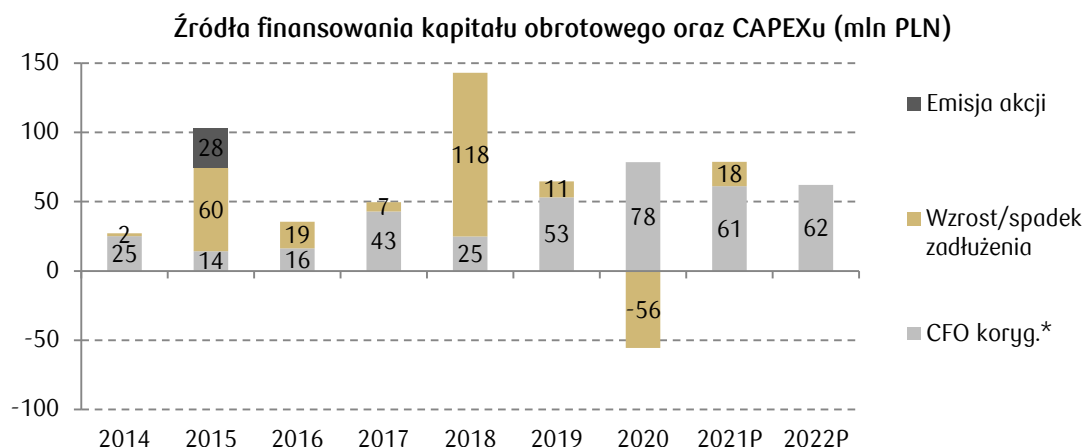
### Źródła finansowania

Do 2018 roku głównym źródłem finansowania potrzeb kapitałowych spółki był dług (kredyty i obligacje). W ostatnich latach Dekpol zaczął jednak zbierać owoce wcześniejszych inwestycji. W 2020 r. grupa wypracowała ponad **78 mln PLN** środków pieniężnych z **działalności operacyjnej** (po odsetkach, nie uwzględniając zmian w kapitale obrotowym).

Wygenerowana gotówka z działalności operacyjnej pozwoliła Dekpolowi na częściową spłatę długu w 2020 roku. Jednocześnie spółka zakończyła rok z historycznie najwyższym poziomem gotówki w wysokości 157 mln PLN.

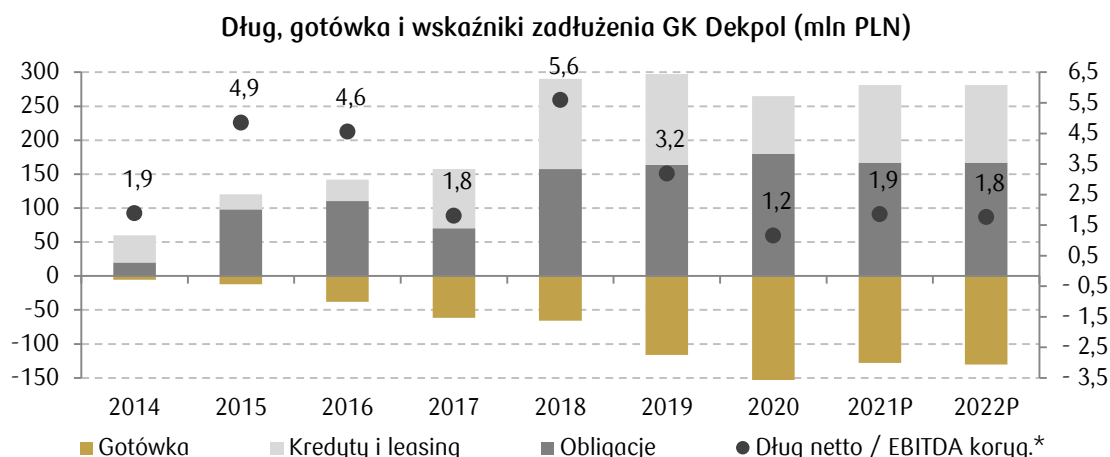
## Dekpol

## Wybrane dane finansowe i prognozy



Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP, \*CFO koryg - przepływy pieniężne z działalności operacyjnej po kosztach odsetek bez zmian w kapitale obrotowym netto

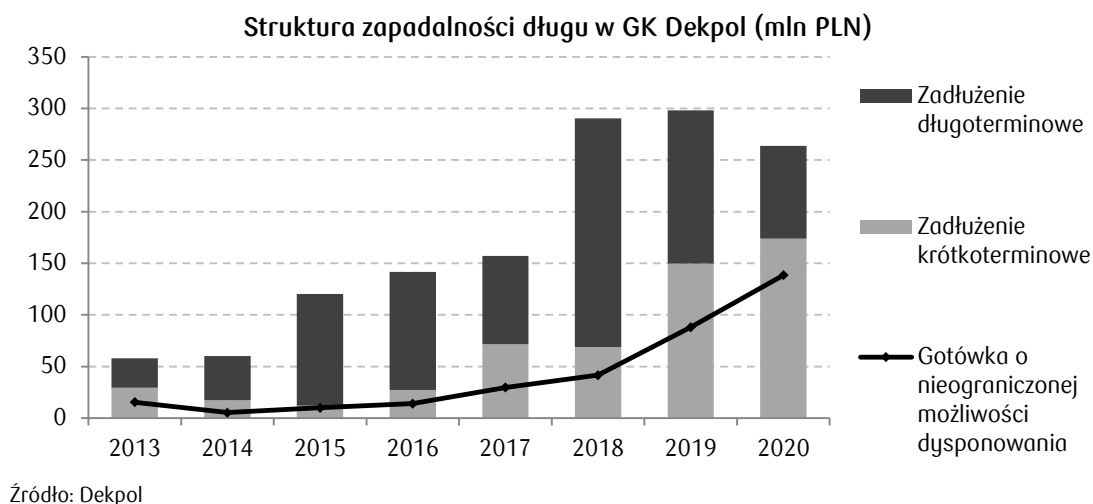
Wskaźnik **dług netto/EBITDA koryg.** osiągnął swój szczyt w 2018 roku w wysokości 5,6x. Spadek liczby rozpoczynanych projektów deweloperskich w połączeniu z mocną poprawą wyników finansowych, spowodowały spadek wskaźnika do poziomu 1,2x na koniec 2020 r.. W najbliższych dwóch latach spodziewamy się ponownego wzrostu zadłużenia netto Dekpolu, lecz na znacznie mniejszą skalę niż miało to miejsce w przeszłości. Uważamy, że obecna sytuacja płynnościowa Dekpolu daje spółce przestrzeń do silniejszego wzrostu lub wypłaty dywidendy.



Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP, \*EBITDA korygowana o zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych

Na koniec 2020 roku większość zadłużenia stanowiły zobowiązania krótkoterminowe, w tym 97 mln PLN obligacji. W pierwszych miesiącach 2021 roku Dekpol zrefinansował wszystkie krótkoterminowe obligacje.

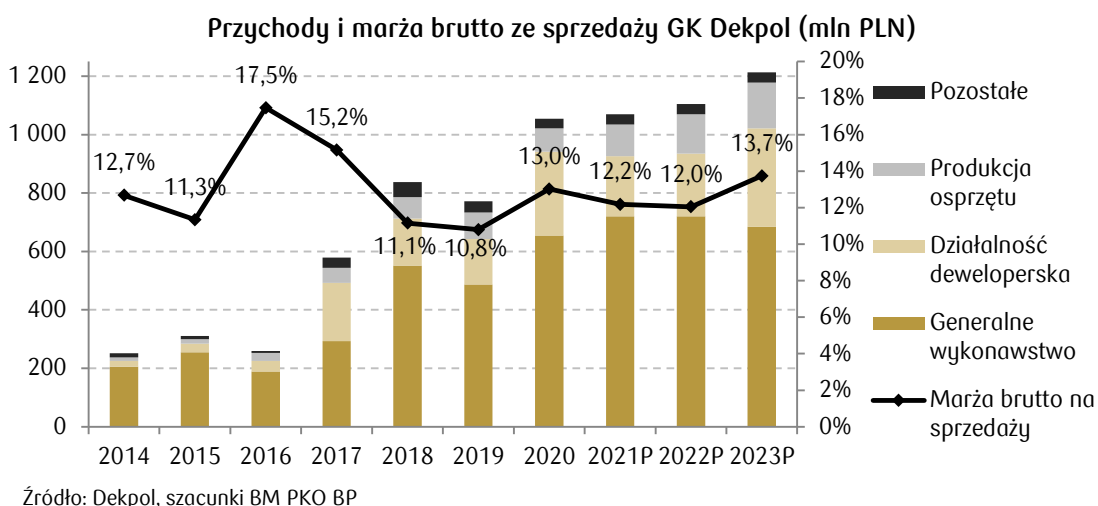
## Dekpol

Wybrane dane  
finansowe i  
prognozy

## Wyniki w segmentach

Pod względem osiągniętych wyników finansowych, rok 2020 był dla Dekpolu najlepszym w dotychczasowej historii. Przychody grupy przebiły barierę 1 mld PLN, przy jednoczesnej poprawie marży operacyjnej. Tak dobry wynik spółka zawdzięcza silnemu wzrostowi w segmencie deweloperskim (rozpoznanie w przychodach projektów o dobrej rentowności), jak również zauważalnej poprawie wyników generalnego wykonawstwa.

Na lata 2021-2022 potencjał przekazania mieszkań jest niższy, jednak dzięki bardzo dobrej koniunkturze w budownictwie magazynowym oraz przy szybko rosnącym segmencie produkcji osprzętu do maszyn, Dekpol powinien utrzymać **przychody na poziomie ok. 1,1 mld PLN** oraz dwucyfrową marżę brutto na sprzedaży. Szeroki bank ziemi w segmencie deweloperskim powinien być źródłem poprawy wyników grupy po 2022 roku.



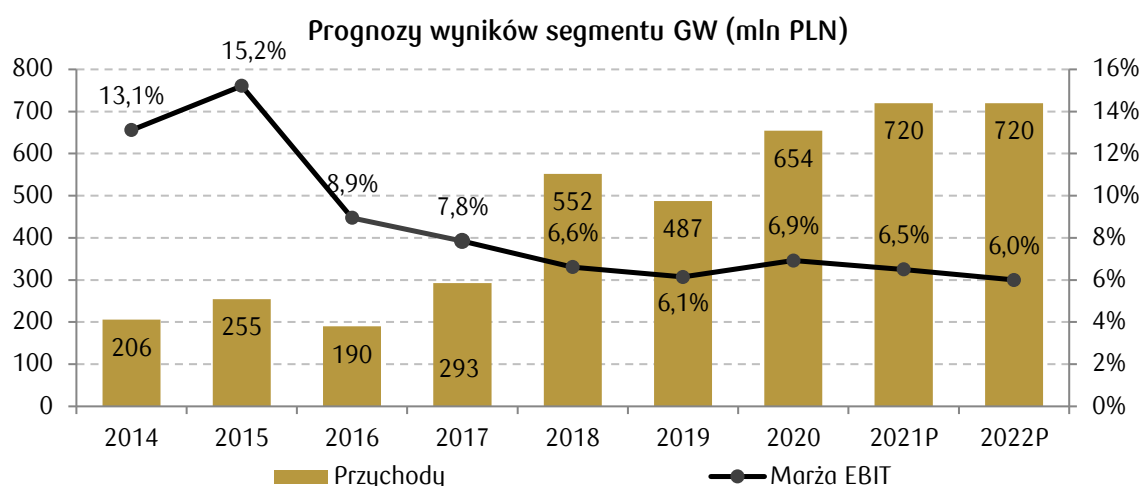
## Dekpol

### Wybrane dane finansowe i prognozy

**Generalne wykonawstwo:** W segmencie generalnego wykonawstwa prognozujemy wzrost przychodów o 10% w 2021 roku przy jednoczesnym spadku **marży EBIT** do 6.5%, względem ok. 6.9% rok wcześniej.

Rok 2020 był rekordowy dla segmentu budowlanego. Spółka potrafiła wykorzystać bardzo dobrą koniunkturę, panującą na rynku **powierzchni magazynowej** od 2018 roku. Krótki cykl inwestycyjny w kontraktach magazynowych sprawia, że Dekpol nie doświadczył przejściowego załamania rentowności, co było zjawiskiem powszechnym w branży w 2018 roku.

Liczne kontrakty, pozyskane przez Dekpol w ostatnich miesiącach oraz optymistyczne długoterminowe prognozy zapotrzebowania na powierzchnię magazynową, wskazują, że segment generalnego wykonawstwa powinien pozostać silnym filarem działalności Dekpolu. W latach 2021-2022 spodziewamy się **stabilizacji wyników segmentu na wysokim poziomie**.

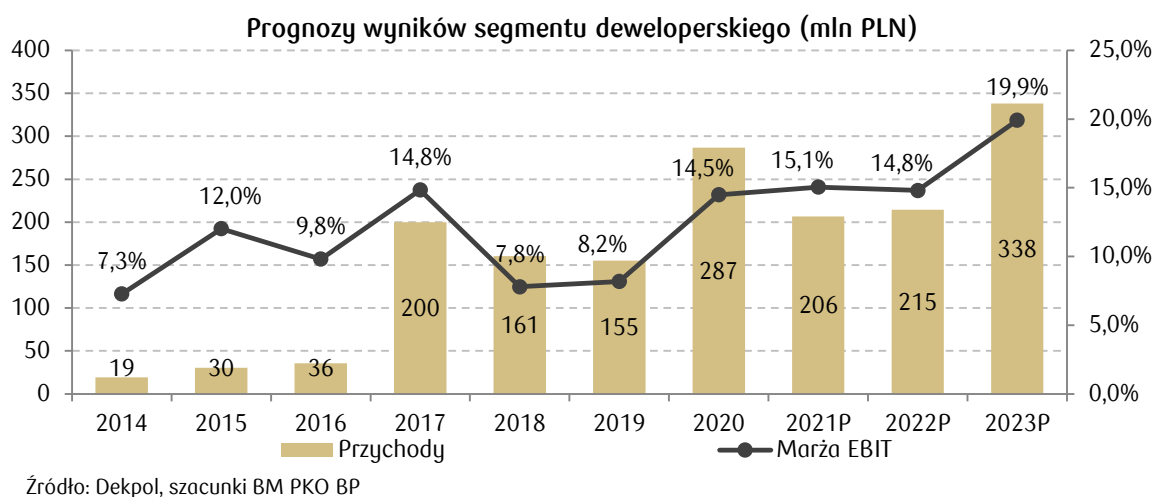


Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP

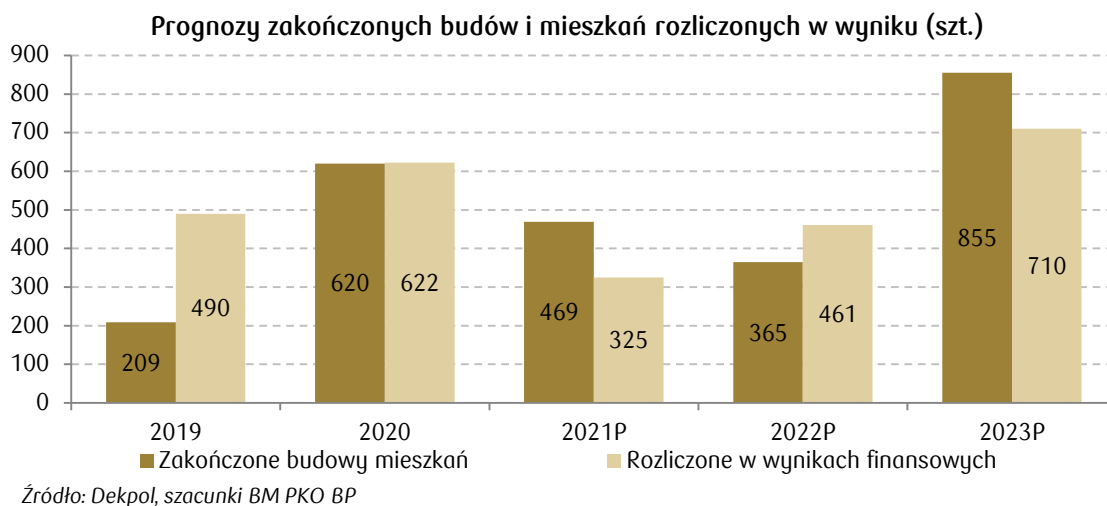
**Działalność deweloperska:** W 2020 r. w segmencie deweloperskim nastąpił **skokowy wzrost przychodów i marż**. Szacujemy, że istotne spowolnienie inwestycji w drugiej połowie 2019 roku oraz 2020 r., przełoży się na mniejszą liczbę przekazania oraz niższe wyniki finansowe w latach 2021-2022. Obszerny bank ziemi Dekpolu daje jednak perspektywę ponownego wzrostu wyników segmentu w 2023 roku.

## Dekpol

## Wybrane dane finansowe i prognozy



Świetne wyniki finansowe Dekpolu w 2020 roku były pochodną **zakończenia budowy ponad 600 lokali**, które w większości zostały sprzedane na etapie budowy i sprawnie zostały przekazane nabywcom (oraz rozliczone w wyniku finansowym). Wśród inwestycji rozliczonych w 2020 roku około 40% stanowił projekt **Grano**, zlokalizowany na Wyspie Spichrzów w Gdańsku.



Potencjał przekazania mieszkań na rok 2021 jest istotnie niższy. Spółka wprawdzie skończy budowę niemal 470 lokali, niemniej w przypadku ponad 200 mieszkań, przewidywany termin zakończenia budowy to IV kw. 2021 (kameralne projekty na Wyspie Sobieszewskiej oraz I etap Osiedla Kocińskiego w Rokitkach w segmencie popularnym; zakładamy, że przychody z tych projektów zostaną w większości ujęte w przychodach za 2022 rok).

W I kw. 2021, Dekpol zakończył budowę I etapu **Osiedla Pastelowego** (segment popularny, szacowana cena 5000-5500 PLN netto/m<sup>2</sup>), a w II kw. zakończony ma zostać I etap flagowej inwestycji **Sol Marina** (segment luksusowy, szacowana cena 15,000+ PLN netto/m<sup>2</sup>). Mimo że w 2021 spodziewamy się przekazania jedynie ok. 80 lokali z Sol Mariny (na łącznie 92 lokale w powstającym etapie),



## Dekpol

### Wybrane dane finansowe i prognozy

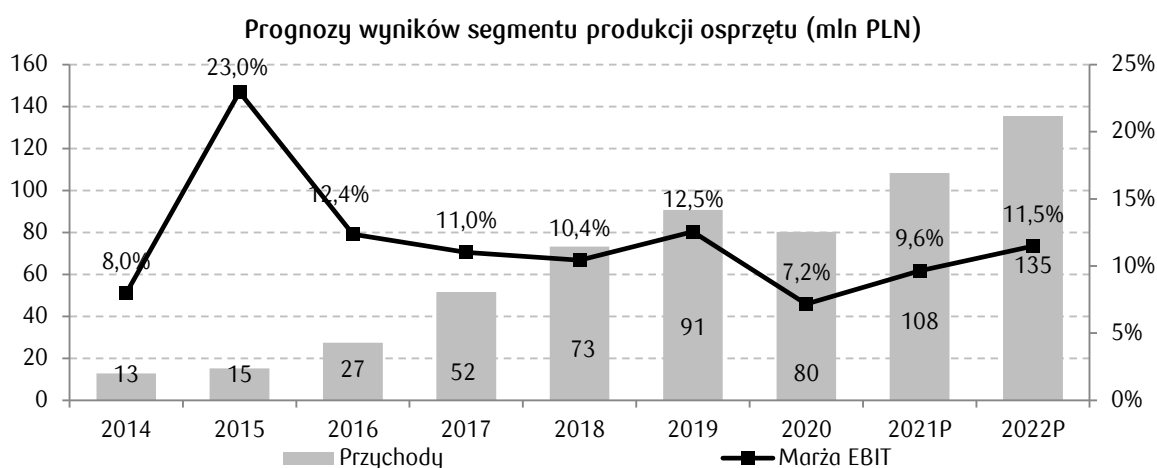
projekt ten będzie miał bardzo kluczowe znaczenie dla tegorocznych wyników ze względu na wysoką cenę oraz spodziewaną dobrą rentowność.

W naszych prognozach zakładamy, że w 2022 r. Dekpol zakończy w III kw. realizację dwóch projektów z segmentu popularnego (**Neo Jasień** - 104 lokale i II etap **Osiedla Kocińskiego** - 129 lokali) oraz dwóch kameralnych projektów o podwyższonym standardzie na Wyspie Sobieszewskiej (**Baltic Porto** - 72 mieszkania i **Baltic Line** - 60 mieszkań). Łącznie z inwestycjami zakończonymi w 2021 roku, liczymy na przekazanie około 460 mieszkań w 2022 roku.

Ponadto, na 2022 rok założyliśmy pierwsze przychody ze **sprzedaży inwestycji przy ul. Braniborskiej do podmiotu instytucjonalnego**. Cena sprzedaży została określona na poziomie ok. **150-160m PLN**. Zakładamy, że inwestycja zostanie **rozliczona w latach 2021 oraz 2023** proporcjonalnie w miarę zaawansowania budowy.

**Produkcja osprzętu:** W przeciwieństwie do pozostałych segmentów, gdzie pandemia COVID-19 nie odbiła się negatywnie na wynikach (GW) lub wpłynęła na nie w kolejnych kwartałach (przesunięcie inwestycji dewelopera), **wyniki segmentu stalowego Dekpolu istotnie ucierpiały w 2020**. Pomimo silnego odbicia przychodów w II połowie roku, Dekpol Steel, jako jedyny z grupy, odnotował w całym 2020 r. ujemną dynamikę sprzedaży. Z powodu zmniejszenia liczby zamówień **przychody segmentu spadły w 2020 r. o 12% r/r**, a **zysk operacyjny o niemal 50% r/r**. Wiele odbiorców aftermarket i OEM wydłużyło przestoje wakacyjne, korzystając ze wsparcia finansowego w swoich krajach.

Uważamy, że długim terminie **segment produkcji osprzętu ma największe perspektywy wzrostu**. Dekpol Steel wciąż umacnia swoją markę na światowych rynkach. Spółka inwestuje w sieć sprzedaży, optymalizację i automatyzację produkcji oraz nowe moce produkcyjne. Spodziewamy się, że w **2021 Dekpol Steel powróci do wysokiej dynamiki przychodów oraz poprawi rentowność względem 2020 roku**.



Źródło: Dekpol, szacunki BM PKO BP

## Dekpol

### Wybrane dane finansowe i prognozy

Przełomowym wydarzeniem w Dekpol Steel jest nawiązanie bliższej współpracy z **Caterpillarem**, która może zaowocować dalszym silnym wzrostem przychodów segmentu po 2021 roku. Wdrożenie kolejnych grup produktowych dla tego zamawiającego będzie rozłożone w czasie na kilka kolejnych lat. Zakładany przez nas **wzrost przychodów** segmentu w latach **2022-2023** w wysokości około **20% rocznie** oraz wzrost **marży EBIT** do około **12%** przedstawia ostrożny scenariusz.

## Dekpol

### Prognozy na I kw. 2021

W poniedziałek (31.05) Dekpol opublikuje wyniki finansowe za I kw. 2021. Poniżej przedstawiamy nasze prognozy:

mln PLN	I kw. 2020	I kw. 2021P	y/y
Przychody	205,1	214,3	4%
Zysk brutto ze sprzedaży	23,3	26,3	13%
EBIT	11,5	11,1	-4%
Zysk netto	8,1	6,2	-24%
marża brutto	11,4%	12,3%	
marża EBIT	5,6%	5,2%	
marża zysku netto	4,0%	2,9%	

Źródło: Dekpol, P - prognozy BM PKO BP

- Zakładamy, że przychody Dekpolu w I kw. 2021 pozostaną na podobnym r/r poziomie, spółce uda się natomiast poprawić rentowność na poziomie zysku brutto.
- W całej grupie spodziewamy się wyższych kosztów zarówno sprzedaży, ogólnych i administracyjnych (SG&A) (+25% r/r), jak i finansowych (+108% r/r).
- **Dekpol Budownictwo:** Ze względu na ostrzejszą r/r zimę i wysoką bazę (marża EBIT w I kw. 2020 była na poziomie 7.2%), zakładamy nieco słabsze r/r wyniki spółki. Zakładamy wzrost przychodów do 129 mln PLN (+10% r/r) oraz spadek wyniku na poziomie operacyjnym do 7 mln PLN (-18% r/r).
- **Dekpol Deweloper** sprzedał w I kw. 2021 r. 148 mieszkań (o 32 mniej r/r), głównie z niskomarżowych projektów z segmentu popularnego (projekty Osiedle Zielone, Foresta) oraz z wysokomarżowego projektu Grano. Zakładamy, że przychody w segmencie deweloperskim w I kw. spadły o ok. 9% r/r, do 52 mln PLN, a EBIT spadł o 16% do 6 mln PLN.
- **Dekpol Steel:** Spodziewamy się dobrych wyników segmentu produkcyjnego. Zakładamy poprawę przychodów o 25% r/r, oraz powrót marży EBIT powyżej 10%.

## Dekpol

### Czynniki ryzyka

- **Ryzyko koniunktury gospodarczej**, które może mieć wpływ na rynek budowlany oraz rynek nieruchomości, w szczególności na popyt, ceny nieruchomości, dostępność finansowania inwestycji (dotyczy klientów i wykonawcy/dewelopera).
- **Ryzyko wzrostu kosztów w kontraktach budowlanych** – Generalne wykonawstwo obiektów kubaturowych stanowi obecnie główne źródło przychodów grupy (ok. 62% w 2020 r.). Działalność ta charakteryzuje się relatywnie niską marżowością i ryzykiem wzrostu kosztów wytworzenia (kosztów materiałów i pracowników). Spółka nie ma możliwości zabezpieczenia w całości strony kosztowej, podczas gdy wynagrodzenie za wykonane prace budowlane jest stałe i ustalane przed rozpoczęciem prac budowlanych. Ryzyko wzrostu kosztów wytworzenia rośnie wraz z wielkością kontraktu oraz czasem realizacji. Kontrakty realizowane przez Dekpol charakteryzują się relatywnie krótkimi terminami realizacji oraz relatywnie niską wartością jednostkową. Część z projektów Dekpolu, których rozpoczęcie budowy zaplanowane jest na ten rok, nie posiada jeszcze pozwolenia na budowę.
- **Ryzyka towarzyszące realizacji projektów deweloperskich** obejmujące m.in.: nieuzyskanie lub wzruszenie uzyskanych już pozwoleń, zezwoleń lub innych decyzji administracyjnych niezbędnych do wykorzystania gruntu oraz realizacji projektów deweloperskich zgodnie z planami spółki, opóźnienie rozpoczęcia lub zakończenia budowy, brak możliwości uzyskania pozwoleń umożliwiających oddanie budynku do użytkowania lub innych wymaganych pozwoleń, a w konsekwencji odstępowanie przez klientów od umów deweloperskich albo zgłaszanie przez nich roszczeń finansowych w związku z brakiem przeniesienia własności lokalu w terminie, jak również zmiany w przepisach regulujących wykorzystanie gruntów
- **Ryzyko wzrostu stóp procentowych**. Wiązałoby się ono ze wzrostem kosztów finansowania i mniejszą dostępnością finansowania (także dla klientów) oraz mniejszym popytem na nieruchomości o charakterze inwestycyjnym.
- **Ryzyko pogorszenia płynności w wyniku spadku zaliczek** – Obecnie Dekpol finansuje ok. 40% zapasów mieszkaniowych zaliczkami od klientów. W naszej ocenie sprawność spółki w pozyskiwaniu środków z zaliczek klientów jest wysoka i może być trudna do utrzymania w przyszłości. W przypadku osłabienia koniunktury na rynku mieszkaniowym Dekpol może być zmuszony do większego wykorzystania długu w celu sfinansowania nakładów na projekty deweloperskie.
- **Ryzyko walutowe** – 90% klientów segmentu produkcji osprzętu stanowią podmioty zagraniczne, głównie płacące w euro. Ryzyko kursowe jest częściowo ograniczone poprzez naturalny hedging – ok. 55-60% kosztu wytworzenia łyżek stanowi stal, która jest importowana (również w euro).
- **Ryzyko utraty wartości Hotelu Almond** – Hotel Almond, będący jedynym znaczącym pod względem wartości aktywem Dekpolu, niezwiązanym z podstawową działalnością spółki. Hotel został oddany do użytku w 2016 roku. Pandemia COVID-19 najprawdopodobniej negatywnie odbiła się na jego wynikach, co może przełożyć się na spadek wartości nieruchomości. Przypominamy, że po wybudowaniu obiekt został przeszacowany do wartości godziwej (+20% względem kosztów realizacji).

## Dekpol

### Model DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2021P-2026P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki.

Druga faza zaczyna się po roku 2026. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2.0%. Beta wynosi 1,5x (znacząca wrażliwość na zmiany marż i liczbę sprzedanych mieszkań). Premię za ryzyko na rynku akcji przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Premia za ryzyko kredytowe w wysokości 4.9%.

Przedział wyceny uzależniliśmy od poziomu wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w fazie II oraz poziomu WACC w ostatnim roku prognoz.

Przedział wyceny Dekpolu w horyzoncie 12 miesięcy to **426-555 mln PLN**.

#### Model DCF

mln PLN	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2026F<
EBIT	71,3	72,9	105,9	70,9	70,9	72,0	73,0
Stopa podatkowa	20,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
NOPLAT	57,1	57,6	83,6	56,0	56,0	56,8	57,7
CAPEX	-21,0	-25,0	-15,2	-15,3	-15,4	-15,4	-15,4
Amortyzacja	11,5	12,8	14,5	14,6	14,7	14,7	14,7
Zmiany w nieruchomościach inwest.	0,0	0,0	33,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-87,5	-24,8	0,0	-0,1	-2,8	-2,8	-3,0
FCF	-40,0	20,6	115,9	55,3	52,5	53,4	54,0
WACC	8,8%	8,8%	9,5%	9,7%	9,8%	9,8%	
Stopa dyskontowa	0,96	0,88	0,80	0,73	0,67	0,60	
DFCF	-38,3	18,2	93,2	40,5	35,1	31,9	

Wzrost w fazie II		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
	11,8%	383	392	400	410	419
	10,8%	416	426	437	448	460
WACC	9,8%	456	468	481	495	510
	8,8%	506	521	537	555	574
	7,8%	569	589	610	633	658

Przedział wyceny za 12 mies. (mln PLN) 426-555

Źródło: BM PKO BP

## Dekpol

Analiza  
porównawcza

Analiza porównawcza									
Spółka	Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			P/BV
			2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P
<b>Budownictwo (mediana):</b>			<b>10,4</b>	<b>12,4</b>	<b>15,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>
Budimex	313,50	8 004	15,3	15,1	18,2	7,5	7,7	9,0	6,4
Erbud	61,60	764	10,9	9,5	7,9	5,3	5,0	4,0	2,2
Torpol	14,50	333	6,7	15,2	13,2	1,7	5,5	5,1	1,2
Unibep	11,90	417	9,8	9,8	16,8	5,2	5,0	6,4	1,3
<b>Deweloperzy (mediana):</b>			<b>10,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,0</b>
Archicom	24,00	618	8,0	7,7	8,8	6,6	6,2	6,7	1,0
Atal	51,20	1 982	10,0	8,3	9,6	10,0	8,2	9,1	1,9
Dom	153,00	3 835	12,1	11,4	11,0	9,6	9,7	9,6	3,2
Echo	4,48	1 849	11,0	9,9	7,6	18,3	14,8	12,2	1,0
Develia	3,06	1 370	12,8	8,7	8,9	9,0	8,2	6,8	1,0
Lokum	22,80	410	6,5	5,2	4,7	5,3	4,5	4,3	0,9
Ronson	1,84	301	7,2	7,5	8,6	6,7	6,4	7,1	0,7
<b>Producenci maszyn (mediana):</b>			<b>24,5</b>	<b>18,0</b>	<b>14,2</b>	<b>13,5</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>1,7</b>
Caterpillar	237,71	495 489	24,5	20,0	17,2	14,3	12,3	11,6	8,9
Komatsu	3 185	109 021	31,3	18,0	14,2	13,5	9,8	8,4	1,7
Doosan Bobcat	51 800	16 724	15,2	14,1	13,5	8,1	7,1	6,3	1,2
<b>ŚREDNIA:</b>			<b>15,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Dekpol</b>	<b>40,40</b>	<b>338</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>
Premia/dyskonto			-55%	-47%	-65%	-36%	-26%	-53%	-33%
Waga			11%	11%	11%	11%	11%	11%	33%
<b>Wycena (mln PLN)</b>		<b>640</b>							

Źródło: BM PKO BP, Bloomberg, kursy i wskaźniki na dzień 26.05.2021

## Dekpol

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	579,0	837,0	772,1	1 055,0	1 069,0	1 104,2	1 213,0	1 064,7
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-491,3	-743,7	-688,8	-917,6	-938,8	-971,2	-1 046,4	-932,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>87,7</b>	<b>93,3</b>	<b>83,3</b>	<b>137,4</b>	<b>130,2</b>	<b>133,0</b>	<b>166,6</b>	<b>132,2</b>
Koszty sprzedaży	-26,4	-27,9	-22,8	-34,9	-34,7	-34,8	-34,6	-34,4
Koszty ogólnego zarządu	-10,9	-19,0	-17,2	-21,1	-22,1	-23,2	-23,9	-24,7
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-7,0	-21,1	-10,1	-20,7	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>47,1</b>	<b>52,3</b>	<b>71,0</b>	<b>81,0</b>	<b>71,3</b>	<b>72,9</b>	<b>105,9</b>	<b>70,9</b>
Saldo działalności finansowej	-5,8	-7,0	-8,2	-14,0	-9,1	-10,5	-10,4	-7,9
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>41,3</b>	<b>45,2</b>	<b>62,7</b>	<b>67,1</b>	<b>62,2</b>	<b>62,4</b>	<b>95,5</b>	<b>63,0</b>
Podatek dochodowy	-8,3	-11,3	-11,9	-14,3	-12,4	-13,1	-20,0	-13,2
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>33,0</b>	<b>33,9</b>	<b>50,8</b>	<b>52,8</b>	<b>49,8</b>	<b>49,3</b>	<b>75,4</b>	<b>49,8</b>
Bilans	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>162,6</b>	<b>207,8</b>	<b>239,2</b>	<b>252,6</b>	<b>262,1</b>	<b>274,3</b>	<b>242,1</b>	<b>242,8</b>
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	53,5	80,0	81,9	81,8	91,3	103,6	104,3	105,0
Nieruchomości inwestycyjne	98,9	116,9	145,3	147,2	147,2	147,2	114,2	114,2
Pozostałe aktywa długoterminowe	10,0	10,6	11,5	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>420,0</b>	<b>693,1</b>	<b>715,8</b>	<b>700,9</b>	<b>884,6</b>	<b>893,5</b>	<b>894,7</b>	<b>864,9</b>
Zapasy	242,3	340,6	369,7	228,8	434,4	440,9	415,2	419,2
Należności	114,0	233,5	157,3	275,6	246,8	246,8	234,5	222,8
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	2,2	53,1	72,5	39,0	75,6	75,6	72,0	68,6
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	61,5	66,0	116,3	157,5	127,8	130,2	173,0	154,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>582,7</b>	<b>900,8</b>	<b>955,0</b>	<b>953,5</b>	<b>1 146,7</b>	<b>1 167,8</b>	<b>1 136,8</b>	<b>1 107,7</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>167,4</b>	<b>191,5</b>	<b>242,3</b>	<b>291,5</b>	<b>341,2</b>	<b>380,6</b>	<b>441,2</b>	<b>453,3</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>108,3</b>	<b>258,5</b>	<b>197,1</b>	<b>128,9</b>	<b>146,6</b>	<b>146,6</b>	<b>96,6</b>	<b>66,6</b>
Kredyty i pożyczki	78,8	214,1	145,0	86,1	103,7	103,7	53,7	23,7
Zobowiązania handlowe i pozostałe	24,6	27,6	27,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1
Pozostałe	4,8	16,8	25,0	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>306,9</b>	<b>450,8</b>	<b>515,6</b>	<b>531,1</b>	<b>656,9</b>	<b>638,7</b>	<b>597,0</b>	<b>585,8</b>
Kredyty i pożyczki	67,1	60,3	142,4	161,8	161,8	161,8	161,8	161,8
Zobowiązania handlowe i pozostałe	115,2	221,7	142,1	211,3	232,4	232,4	220,8	209,8
Pozostałe	124,7	168,8	231,0	157,9	262,7	244,4	214,4	214,2
<b>Pasywa razem</b>	<b>582,7</b>	<b>900,8</b>	<b>955,0</b>	<b>953,5</b>	<b>1 146,7</b>	<b>1 167,8</b>	<b>1 136,8</b>	<b>1 107,7</b>

## Dekpol

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	35,1	-67,6	82,8	135,7	-17,2	47,8	100,3	72,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-32,8	-18,4	-18,3	-8,6	-21,0	-25,0	17,8	-15,3
Przepływy z działalności finansowej	-6,5	90,5	-14,2	-85,9	8,5	-20,4	-75,2	-75,6

Inne	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
DPS	0,53	1,18	0,00	0,00	0,00	1,19	1,77	4,51
Dług netto	95,8	224,6	181,8	106,2	153,6	151,2	58,3	47,0



<b>Artur Iwański</b>	<b>(Zastępca dyrektora)</b>	<b>(+48 22) 521 79 31</b>	<b>artur.iwanski@pkobp.pl</b>
<b>Biuro Analiz Rynkowych</b>			
<b>Tomasz Kasowicz</b>	<b>(dyrektor BAR, sektor paliwowy i chemiczny)</b>	<b>(+48 22) 521 79 41</b>	<b>tomasz.kasowicz@pkobp.pl</b>
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(+48 22) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Gorzyński	(sektor farmaceutyczny i rolny)	(+48 22) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gry, przemysł)	(+48 22) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor energetyczny i wydobywczy)	(+48 22) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(+48 22) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(+48 22) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(+48 22) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, budownictwo)	(+48 22) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(+48 22) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
<b>Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analizy Technicznej</b>			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
<b>Biuro Klientów Instytucjonalnych</b>			
<b>Krzysztof Kubacki</b>	<b>(dyrektor)</b>	<b>(+48 22) 521 91 33</b>	<b>krzysztof.kubacki@pkobp.pl</b>
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(+48 22) 521 91 50	maciej.kaluzka@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales)	(+48 22) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

## DOTYCZĄCE CHARAKTERU ANALIZY INWESTYCYJNEJ ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza analiza inwestycyjna (dalej: „Analiza”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę 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 Analiza została sporządzona na indywidualne zamówienie Dekpol, za wynagrodzeniem.

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

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

Analiza 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 Analizy 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 Analizie. 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 Analizy. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Analizę z należyłą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Analizy w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Analizy. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne analizy, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Analizie. Takie analizy odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych analiz nie jest gwarancją 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 Analiza 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 sporządzane analizy. Analitycy sporządzający analizy 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 kapitału własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

ESG: niefinansowy miernik oceny przedsiębiorstw w zakresie ich zrównoważonego rozwoju. Obejmuje aspekty środowiskowe, społeczne oraz te związane z zarządzaniem. Im bardziej zrównoważony biznes, tym wyższa pozycja rankingowa w modelu BM PKO BP (skala ocen: 1-10)

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

Wycena 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. Modelem 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.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Analizy

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:

<b>Emitent:</b>	<b>Zastrzeżenie</b>
Dekpol	5

#### 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 analizy.

6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej analizy, 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 Analizy.

#### Ujawnienia

Analiza 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 jakiejkolwiek 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 analizy, 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 analizy, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

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

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

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

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