

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

ARCHICOM

Atak na pozycję lidera

Archicom to wyjątkowy deweloper skoncentrowany na segmencie podwyższonym z ugruntowaną pozycją lidera na rynku wrocławskim. Od pewnego czasu można jednak dojść do wniosku, że Wrocław powoli staje się „za ciasny” dla Spółki, a ambicje ARH wykraczają poza Dolny Śląsk i sięgają pozycji lidera polskiego rynku deweloperskiego.

Z naszego punktu widzenia, przeniesienie całego segmentu R4S Grupy Echo do Archicomu tworzy unikalną okazję do błyskawicznego przekształcania lokalnego lidera do statusu ogólnopolskiego potentata, co wydaje się być szczególnie istotne w kontekście rosnącej konkurencyjności i konsolidacji polskiej branży deweloperskiej. Dodatkowo jesteśmy zdania, że mocne brandy (Archicom i Echo Residential) oraz track-record w segmencie podwyższonym pozwolą Spółce na szybsze zaistnienie w świadomości klientów na nowych rynkach, a rozdzielenie działalności mieszkaniowej i komercyjnej pomiędzy ARH i ECH przełoży się na wzrost transparentności wyników i urealnienie wyceny obu Spółek.

Aktualizujemy nasze założenia modelowe uwzględniając w nich przejście części mieszkaniowej Echo Investment i w rezultacie podnosimy TP o 75% do 35 PLN, a rekomendację z TRZYMAJ do KUPUJ.

Parametry transakcji. W ramach reorganizacji Grupy Kapitałowej, Echo Investment wniosie do Archicomu całość swojej działalności mieszkaniowej, obejmując w zamian akcje nowej emisji (22,8mln akcji po cenie 36,34 PLN). Po sfinalizowaniu transakcji, udział ECH w kapitale zakładowym ARH wzrośnie do 89,3% - uważamy jednak, że Echo Investment nie będzie dążyć do delistingu Archicomu.

Wyjątkowy landbank. Na koniec pierwszego kwartału bank ziemi Archicomu pozwalał na budowę ponad 5 tys. lokali o łącznej powierzchni przekraczającej 260 tys. m². Unikalne kompetencje w zakresie akwizycji gruntów i prowadzenia procesu deweloperskiego na rynku wrocławskich znajdują, naszym zdaniem, odzwierciedlenie w ponadprzeciętnej marży, do której z resztą Spółka przyzwyczaiła już rynek w ostatnich latach. Wraz z przejściem części mieszkaniowej od Echo, ARH zyskuje dostęp do ciekawego pipeline projektów na nowych, większych rynkach, takich jak Poznań (ponad 2 tys. lokali), Łódź (ponad 2 tys. lokali), Warszawa (ponad 1,5 tys. lokali) czy Kraków (ponad 600 lokali), a w niedalekiej przyszłości spodziewamy się również ekspansji na rynek trójmiejski. W rezultacie, nowy, połączony bank ziemi „nowego Archicomu” umożliwi wybudowanie prawie 12 tys. lokali, co naszym zdaniem daje Spółce ok. 4-letni komfort sprzedażowy. Analizując szczegółowe KPI banku ziemi zamieszczone w sprawozdaniu finansowym Echo Investment dochodzimy do wniosku, że po sfinalizowaniu transakcji średnia rentowność banku ziemi ARH powinna jeszcze wzrosnąć - wg szacunków ECH, rynkowa wartość banku ziemi należącego do grupy jest aż o 80% wyższa od ceny zakupu, co z naszego punktu widzenia istotnie wpływa na założenia dotyczące potencjalnej trajektorii rentowności w kolejnych latach.

Zmiana prognoz. Podnosimy nasze założenia dotyczące wolumenów przekazania na lata '23/'24/'25 o 86%/131%/127% do 1493/1732/2378 lokali – modelowo zakładamy konsolidację wyników części mieszkaniowej Echo Investment od sierpnia. Spodziewamy się również, że odbicie sprzedaży w segmencie podwyższonym i premium, historycznie opierającym się na transakcjach gotówkowych i powracających klientach, będzie mniejsze niż w przypadku niższych punktów cenowych, natomiast szeroka poprawa sentymentu do sektora oraz coraz odważniejsze ruchy cenowe większości deweloperów, dadzą Archicomowi przestrzeń do agresywniejszego zarządzania cennikiem. Dodatkowym wsparciem dla wyników kolejnych okresów wydaje się być strona kosztowa – koszty budowy od dłuższego czasu znajdują się na relatywnie niskich poziomach, a deweloperzy z coraz większym optymizmem wypowiadają się o poziomach marż w kolejnych 2-3 latach. Względem wcześniejszych prognoz podnosimy MBnS w '23/'24/'25 o 1,0%/5,7%/6,1%.

Dywidenda. Szacujemy, że po konsolidacji zadłużenia finansowego części mieszkaniowej Echo Investment gearing Archicomu wzrośnie na koniec roku z -10% do 12%, w związku z czym Spółka nadal będzie posiadać duży komfort bilansowy, a wzrost kosztów odsetkowych nie wpłynie materialnie na wynik finansowy. Spodziewamy się, że pomimo zwiększenia aktywności akwizycyjnej i budowlanej, a co za tym idzie wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy (saldo NWC w '23 -'25 -290mln PLN), DY będzie jednym z wyższych w sektorze – zakładamy odpowiednio 10,5%/10,8% w latach '24/'25. Zakładamy również, że najbliższe 2 lata upłyną Spółce na pracy nad zwiększeniem skali działalności (FCF Yield skor. o sprzedaż City2 w latach '24-'25 ~9-10%), a począwszy od '26 FCF Yield zakotwiczy się na poziomie ponad 20%.

Wycena. Naszą wycenę ARH opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 7,5%. W okresie rezidualnym zakładamy 2600 przekazania rocznie (vs. 1000 poprzednio) oraz MBnS na poziomie 29,0% (vs. 27,0% poprzednio). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 1 akcji na poziomie 35 PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskich i zagranicznych deweloperów mieszkaniowych, zwraca wartość 35 PLN, a sam Archicom wyceniany jest z 38-49% dyskontem na P/E do grupy porównawczej.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	670	596	500	836	1 060	1 533
EBITDA skor.	151	146	117	204	221	303
EBIT skor.	148	143	114	201	218	300
Zysk netto skor.	100	109	110	160	164	234
EPS (PLN)	3,9	4,2	4,3	3,3	3,4	4,8
P/E skor. (x)	5,6	5,2	5,1	6,6	6,5	4,5
EV/EBITDA skor. (x)	4,8	3,6	4,4	6,3	5,3	3,9
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
DY (%)	11,6%	11,1%	5,6%	5,1%	10,5%	10,8%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

(Poprzednia: Trzymaj, 20 PLN)

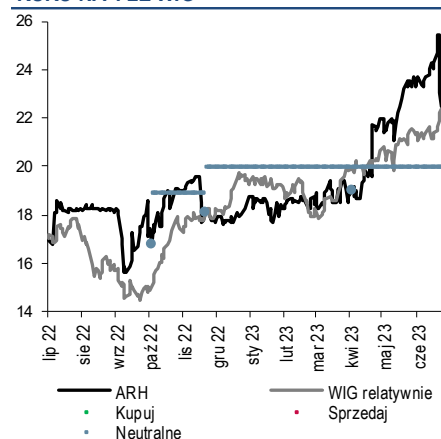
Cena docelowa: 35 PLN

Potencjał wzrostu: +60%

DANE SPÓŁKI

Ticker	ARH		
Sektor	Deweloperzy		
Kurs (PLN)	21,90		
52 tyg. min/max (PLN)	15,2 / 24,5		
Liczba akcji (mln szt.)	25,7		
Kapitalizacja (mIn PLN)	562		
Free-float	26%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,1		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,9%	26,6%	32,4%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Trzy maj	24.04.2023	20,0
Trzy maj	12.12.2022	20,0
Trzy maj	24.10.2022	19,0

AKCJONARIAT

	Udział %
Echo Investment	79,8%
OFE Allianz Polska	14,2%

WAŻNE DATY

Raport za 1H'23	21.09.2023
Raport za 3Q'23	28.11.2023

ANALITYK

David Sharma

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – ARCHICOM S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DC F.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta 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.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 21 lipca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 21 lipca 2023 r. godz.: 8:00.