

ANALIZA DEKPOL



SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Dekpol – podsumowanie	2
Dekpol – informacje o grupie	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat	3
Zarząd, akcjonariat.....	8
Strategia rozwoju	8
Dekpol – analiza finansowa	9
Przychody, wyniki.....	9
Przychody i zyski.....	9
Sytuacja bilansowa grupy.....	10
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy	10
Przewidywania	11
Pozostałe kwestie.....	12
Zastrzeżenia	13

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan, prowadzący również bloga www.rynekobligacji.com

W analizie korzystam z danych i wykresów portali www.biznesradar.pl i www.stooq.pl

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki 2019 roku i I półrocza 2020.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim.

ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Dywersyfikacja, 3 główne obszary działalności: Generalne Wykonawstwo, Deweloperka, Osprzęt do maszyn	Koronawirus w krótkim okresie negatywnie wpłynął na wyniki Dekpol Steel, a w dłuższym może oddziaływać na wyniki Dewelopera
Poprawa wyników w 2019 i 2020 roku, dobre perspektywy na kolejne lata	Spowolnienie sprzedaży w projekcie Sol Marina – projekt ważny dla wyników Dekpol Deweloper w 2020 roku
Niska wycena wskaźnikowa (C/Z)	Ryzyka odpisów na należności w działalności Generalne Wykonawstwo
Poprawa jakości bilansu – spadek zadłużenia finansowego, poprawa wskaźników zadłużenia i obsługi długu	Grupa jest właścicielem Hotelu Almond – dzierżawi innemu podmiotowi. Ryzyko niższych przychodów, odpisów wartości?
Szansa na powrót do wypłaty dywidend	Znaczący udział w akcjonariacie głównego akcjonariusza – od niego w praktyce wszystko zależy
Wejście w obszar fotowoltaiki	

DEKPOL – PODSUMOWANIE

Dekpol, to grupa, na którą składają się 3 segmenty działalności: Generalne Wykonawstwo (budowa obiektów przemysłowych), Dekpol Steel (produkcja osprzętu do maszyn budowlanych – łyżek) oraz Segment Deweloperski (budowa mieszkań).

Największy udział w przychodach zapewnia segment Generalne Wykonawstwo, największy wkład w wyniki I półrocza 2020 roku ma segment Deweloperski, a największe procentowo wzrosty w kolejnych latach ma osiągać segment Osprzętu do maszyn budowlanych.

Z racji kalendarza przekazania mieszkań, wyniki Dekpol za I półrocze 2020 roku są bardzo dobre, pomimo spadku zamówień w segmencie łyżek do maszyn budowlanych. Druga połowa roku również zapowiada się dobrze, a w kolejnych latach wynikiem grupy ma sprzyjać sprzedaż mieszkań klientom profesjonalnym (budowa i sprzedaż całego bloku jednemu klientowi), wzrost biznesu w segmencie Dekpol Steel (producenci maszyn rozważają przeniesienie produkcji do Polski), a także wejście w segment fotowoltaiki.

Grupa ogłosiła program emisji obligacji do kwoty 200 mln zł, po jego realizacji powinna uporządkować zadłużenie i nie wyklucza powrotu do wypłat dywidendy – o ile znikną ryzyka związane z Covid-19.

Zapraszam do zapoznania się z pełną treścią analizy.

DEKPOL – INFORMACJE O GRUPIE

HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

Mariusz Tuchlin (obecny prezes i główny udziałowiec Dekpol) w 1993 roku, jako 19-latek założył jednoosobową działalność, opierającą się na zleceniach dekarskich, z biegiem czasu rozszerzając o inne usługi podwykonawcze. Po 10 latach firma zaczęła realizować usługi generalnego wykonawstwa, obsługując coraz większe projekty: obiekty przemysłowe, użyteczności publicznej, sportowe czy drogowe. Następnie grupa w ramach dywersyfikacji zaczęła rozwijać działalność deweloperską (2007 rok), a w 2012 roku dotychczasowa produkcja konstrukcji stalowych została zmieniona w produkcję osprzętu do maszyn budowlanych (łyżki do koparek itp.). I właśnie te 3 segmenty dominują obecnie w działalności grupy – omówienie segmentów i ich perspektyw poniżej. W 2014 roku Dekpol przekształcił się w spółkę akcyjną, a w 2015 zadebiutował na GPW w Warszawie.

Obecnie grupa zatrudnia około 800 osób, a jej przychody w 2019 roku wyniosły 772 mln zł.

SEGMENT GENERALNE WYKONAWSTWO

Segment ten jest najstarszy w grupie i stanowi solidną bazę dla wyników Dekpol.

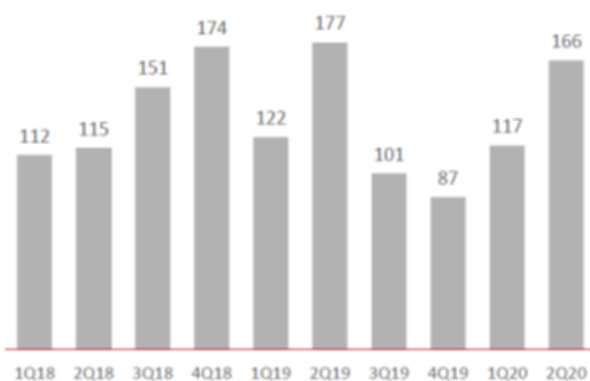
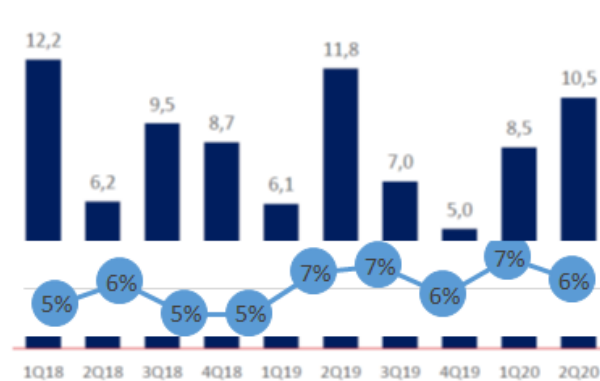
Grupa koncentruje się na projektach dla klientów prywatnych, często są to powtarzające się inwestycje (wg Dekpol 50% klientów „powraca” z kolejnymi inwestycjami) zlecane przez takie firmy jak: Pannatoni, 7R, Iglotex. Obecnie dominują projekty magazynowe. Segment ten realizuje również budowy dla Dekpol Deweloper.

W celu minimalizacji ryzyka kontrakty zawierane są na 6-9 miesięcy, a ich typowa wartość to 10-40 mln zł. Warto również podkreślić, że spółka w znacznym stopniu korzysta z wewnętrznych zasobów: kadry, maszyn, ekip budowlanych. Posiada również 2 własne zakłady prefabrykacji – dla wyrobów betonowych i konstrukcji stalowych. To wszystko ogranicza ryzyko zmian cen materiałów oraz podwykonawców oraz sprzyja przewidywalności i stabilizacji wyników.

Kwartalne przychody oraz wynik EBIT segmentu Generalne Wykonawstwo przedstawione są poniżej (źródło: prezentacja wynikowa spółki). Na wykres EBIT nałożyłem marżę – jak widać utrzymuje się ona w widełkach 5-7%.

STUKTURA PROJEKTÓW GW
NA 30.06.2020

- 22 projekty GW zewnętrznego
- 740 mln PLN backlog
tym 100 mln PLN dla Dewelopera
- 410 mln PLN pozostało do realizacji w 2020 r.
tym 65 mln PLN dla Dewelopera

PRZYCHODY*
(mln PLN)EBIT*
(mln PLN)

Perspektywy segmentu GW wyglądają dobrze. Na II półrocze 2020 roku na projekty zewnętrzne przypada 350 mln zł do realizacji (zatem 175 mln zł na kwartał), co jest wartością dobrą patrząc na historyczne przychody. Pandemia Covid-19 powoduje ponowne przemyślenie i zmiany w łańcuchach dostaw – więcej obiektów powinno się budować w Europie. Dodatkowo wzrost handlu online sprzyja powstawaniu nowych powierzchni magazynowych.

Według spółki, na 2021 rok Dekpol posiada kontrakty na kolejne 300 mln (wg stanu na 30.06.2020) zł plus kolejne 200 mln zł pozyskane w II półroczu 2020 roku i na bieżąco zdobywa nowe umowy. Wygląda zatem, że poziom 150 mln średnio-kwartalnych przychodów jest możliwy do osiągnięcia. Jak wspomniałem, Dekpol posiada również 2 zakłady produkcyjne dla prefabrykatów (betonowe i stalowe). Do tej pory zakłady produkowały głównie na potrzeby Dekpol, obecnie ich celem jest również rozwój sprzedaży zewnętrznej, co może być dodatkowym czynnikiem wspierającym przychody i zyski segmentu Generalnego Wykonawstwa.

Perspektywa 2020+

• **ATRAKCYJNY RYNEK:** perspektywa wzrostu inwestycji w obszarze obiektów przemysłowych, magazynowych, jak i infrastrukturalnych w Europie

- **200 mln PLN** procedowanych nowych umów po 1H 2020

SEGMENT DEWELOPERSKI

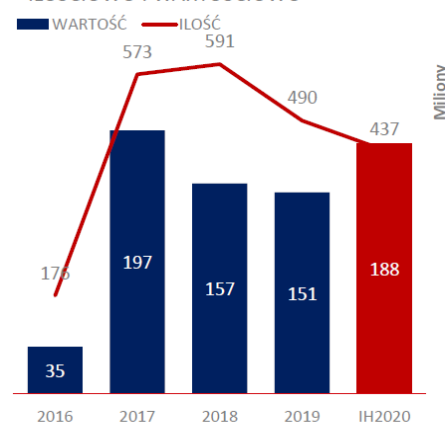
Segment powstał w 2007 roku w ramach dywersyfikacji działalności grupy. Głównym obszarem działalności segmentu jest Gdańsk i okolice. Oprócz standardowych lokali, grupa realizuje również obiekty typu premium (mieszkania z wykończeniem wewnątrz) oraz obiekty typu hotelowego. Obecnie grupa mocno stawia na Wyspę Sobieszewską (najlepsze, ostatnie dzikie plaże w Polsce, bardzo dobry dojazd z centrum Gdańska), a ambasadorem flagowej inwestycji Sol Marina jest Mateusz Kuśnierewicz.

I półrocze 2020 roku było dla segmentu doskonałe, Dekpol przekazał klientom 437 mieszkań, notując rekordowe wyniki. Na cały 2020 rok grupa planuje przekazać około 630 mieszkań o wartości 290 mln zł. Do realizacji celu pozostaje zatem 193 mieszkań do przekazania w drugim półroczu 2020 roku. Przychody segmentu w H1 2020 wyniosły 188 mln zł, a na cały rok planowane jest osiągnięcie 290 mln zł. Oznaczałoby to istotny wzrost średniej wartości lokalu (z 430 tys. zł w H1 do ponad 500 tys. zł w H2) i faktycznie takie cele spółka sobie stawia i tak wynika z kontraktacji nowych lokali (środkowy wykres):

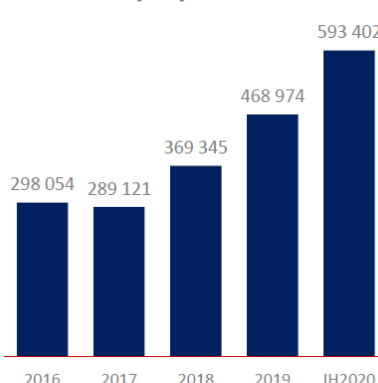
Wskaźniki operacyjne

Budowa marż poprzez wzbogacenie oferty o standard premium oraz nieruchomości inwestycyjne

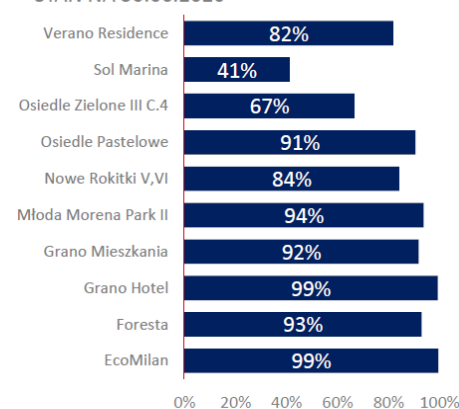
ROZPOZNANIE W WYNIKU 2016 – IH2020
– ILOŚCIOWO I WARTOŚCIOWO



SPRZEDAŻ UMOWAMI 2013-2019
– ŚREDNIA WARTOŚĆ LOKALU
[PLN]



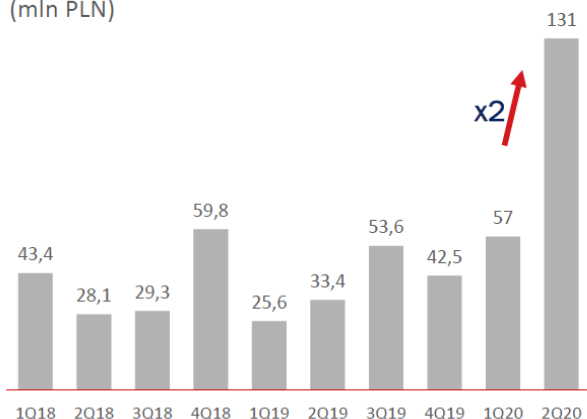
% SPRZEDAŻY LOKALI Z OFERTY
– STAN NA 30.06.2020



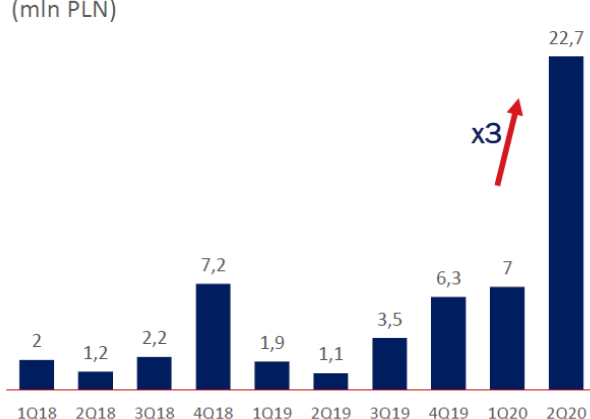
- cel: utrzymanie poziomu sprzedaży (rozpoznanie w wyniku w II półroczu 2020) podniesienie średniej wartości lokalu, wzrost marży brutto

Dotychczasowe wyniki Dekpol Deweloper prezentują się następująco:

PRZYCHODY
(mln PLN)



EBIT
(mln PLN)



Co istotne, przy dwukrotnym wzroście przychodów w Q2 2020 roku, EBIT wzrósł trzykrotnie. Zatem spółce udało się poprawić marżę na sprzedawanych lokalach. Według zarządu, wzrost marży jest efektem działań optymalizacyjnych, a nie przypadku i ta tendencja będzie utrzymywana w kolejnych okresach.

Dekpol Deweloper – perspektywy

Poziom przychodów segmentu w 2020 roku ma wynieść 290 mln zł. Po I półroczu jest to 186 mln zł, dodatkowo wartość bilansowa (a więc koszt ich wytworzenia, a nie cena sprzedaży) ukończonych lokali na 30.06.2020 wynosiła w bilansie 105 mln zł. Osiągnięcie 290 mln zł w 2020 roku wydaje się zatem realne.

Celem grupy jest utrzymanie poziomu 300 mln zł przychodów w kolejnych latach. Patrząc na kalendarz budów, na chwilę obecną wygląda, że grupa w 2021 roku ma do ukończenia około 350 lokali. Przy cenie za lokal 590 tys. zł daje to przychody na poziomie nieco ponad 200 mln zł w 2021 roku, a więc sporo do celu brakuje. A do tego aktualna sprzedaż flagowej inwestycji, Sol Marina ([link do oferty](#)), wynosi 40% dostępnej oferty i postępuje bardzo powoli. Na chwilę obecną zakładam, że w momencie oddania inwestycji do użytkowania część lokali pozostanie niesprzedana. A to z kolei może mieć konsekwencje w zakresie przesunięcia startu kolejnych etapów tej inwestycji.

Grupa dostrzega popyt wśród inwestorów instytucjonalnych i rozszerza działalność deweloperską o budowę całych budynków pod zamówienie. Niedawno spółka poinformowała że podpisała *list intencyjny dotyczący sprzedaży budynku mieszkalnego wraz z prawami do nieruchomości gruntowej, na której ma zostać posadowiony ten budynek. Rozpoczęcie prac budowlanych powinno nastąpić w I kwartale 2021 roku, a ich zakończenie w 2023 roku.*

Wartość kontraktu wynosi 20% przychodów grupy za 2019 rok, czyli około 150 mln zł. Kontrakt ma się zakończyć w 2-3 lata, a to oznacza przynajmniej 50 mln zł rocznych przychodów segmentu. Zarząd informuje, że odnotowuje duże zainteresowanie klientów instytucjonalnych na temat zakupu nieruchomości w większych pakietach. I to może być kierunek, który będzie wsparciem dla wyników Dekpol Deweloper.

Osiedle	kiedy oddanie?	lokale	sprzedane na 14.10.2020
Nowe Rokitki V i VI	Q1 2020	139	86%
Osiedle Foresta	Q1 2020	157	94%
Osiedle Zielone	Q2 2020	42	81%
Grano Residence	Q2 2020	282	100%
Osiedle Pastelowe	Q4 2020 / Q1 2021	180	93%
Sol Marina	2021	92	40%
Villa Neptun	2021	40	43%
Lazur Park	2021	36	33%
Młoda Morena Park II	oddane	32	100%
Verano Residence	oddane	11	100%
Osiedle Kociewskie	2022	121	19%

Reasumując, na chwilę obecną realizacja 300 mln zł przychodów ze sprzedaży w 2021 roku wygląda na ambitną, ale uwzględniając fakturowanie budowy sprzedanego w całości obiektu, realną do osiągnięcia. Natomiast patrząc na bank ziemi i harmonogram budów kolejnych osiedli, w 2022 roku wydaje się jak najbardziej realne osiągnięcie tego poziomu, a nawet jego przekroczenie.

Warto też zwrócić uwagę na zabezpieczony banki ziemi na kolejne lata, pozwalający wybudować około 5,5 tysiąca lokali. Bank ziemi zabezpieczony jest co najmniej do 2025 roku, co sprawia, że Dekpol nie ma presji zakupu nowych działek (aczkolwiek obserwuje rynek). Dodatkowo ponad 30% przyszłych lokalizacji jest przygotowanych do standardu premium, co będzie pozytywnie wpływać na przychody i zyski grupy.

SEGMENT OSPRZĘTU DO MASZYN (DEKPOL STEEL)

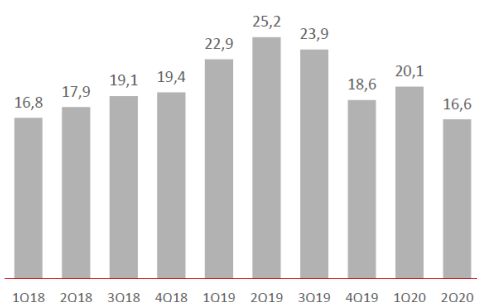
Dekpol Steel jest największym w Polsce i jednym z większych w Europie producentem łyżek i osprzętu do maszyn budowlanych. Produkcja rozwijana jest od 2012 roku. Spółka współpracuje z takimi markami jak Komatsu, Volvo, Caterpillar czy Bobcat. Sprzęt eksportowany jest do Niemiec, Szwecji, Norwegii, Francji, Włoch, Wielkiej Brytanii i Australii. Ok. 95% przychodów ze sprzedaży pochodzi z eksportu. Zdecydowana większość sprzedaży (68%) trafia na rynek Aftermarket, 24% sprzedaży stanowi rynek OEM.

Według zarządu Dekpol, segment ten ma najlepsze perspektywy wzrostu w grupie. Spółka inwestuje w automatyzację (robotyzacja procesów spawalniczych), a także przygotowuje się do rozbudowy zakładu (pozwolenia na budowę itp.). Decyzja o rozbudowie uzależniona od rozmów z dużymi klientami, którzy w związku z Covid-19 rozważają przeniesienie produkcji maszyn do Europy, Polski, a jeżeli dobrze zrozumiałem konferencje wynikową, to być może do Pińczyna (gdzie jest zakład Dekpol Steel). Spółka rozwija również zespół handlowy oraz uruchamia magazyny konsygnacyjne we Francji i Niemczech – aby osprzęt był dostępny dla klienta „od ręki”. W zakresie asortymentu planowane jest przywrócenie produkcji łyżek do mini i midi koparek oraz przeciwny biegun – produkcja łyżek do maszyn miningowych (ponad 100 ton). Te działania powinny wspierać przychody i wyniki spółki w kolejnych latach.

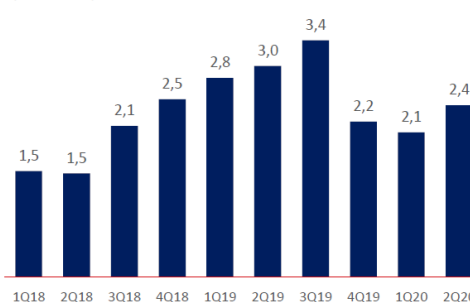
Pandemia koronawirusa spowodowała wstrzymanie produkcji u niektórych klientów Dekpol Steel, a w ślad za tym wstrzymanie zamówień na osprzęt do maszyn. Stąd spadek przychodów ze sprzedaży, szczególnie widoczny w II kwartale 2020 roku. Według spółki popyt powoli się odbudowuje, a dodatkowo w długim okresie Dekpol Steel ma szansę stać się beneficjentem obecnej sytuacji – zerwane łańcuchy logistyczne powodują wzrost zainteresowania produktami z Europy.

Wyniki kwartalne Dekpol Steel prezentują się następująco:

PRZYCHODY
(mln PLN)



EBIT
(mln PLN)



83 045

• Wyprodukowanych łyżek i osprzętów

10 700m²

• Powierzchni hal produkcyjnych

750 ton

• Stali przerabianej miesięcznie (50% S355, 50% Hardox)

3 500m²

• Dodatkowego obszaru składowania

256

• Pracowników (w tym 190 produkcyjnych)

1700m²

• Magazynu zadaszonego

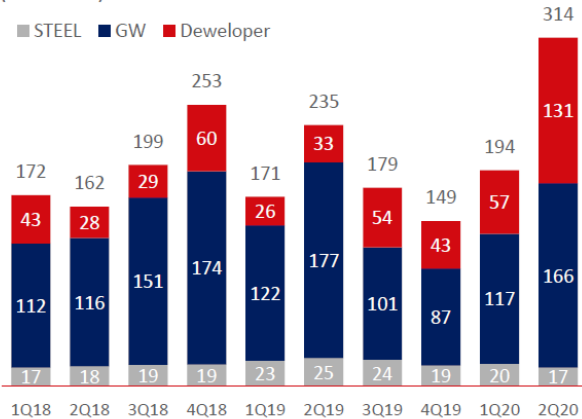
Marża EBIT wynosi 10-14%, jak widać powyżej segment stabilnie dokłada swoją cegiełkę do wyników (choć jego udział jest stosunkowo niewielki).

W grupie funkcjonuje jeszcze segment „Pozostałe” oraz w 2020 roku Dekpol poinformował o założeniu spółki zajmującej się budową farm fotowoltaicznych – o tym poniżej.

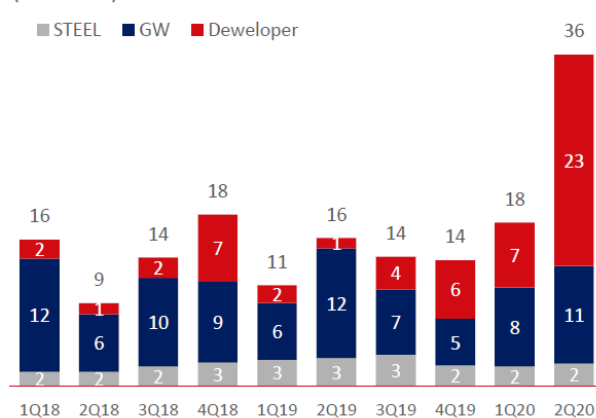
WYNIKI SEGMENTÓW – PODSUMOWANIE

Poniżej prezentacja wyników Dekpol według segmentów – tak, aby „uchwycić” wpływ poszczególnych segmentów na wyniki grupy:

PRZYCHODY
(mln PLN)



EBIT
(mln PLN)



Jak widać, wyśmienite (o czym w analizie finansowej) wyniki 2020 roku, to efekt wzrostów w segmencie deweloperskim, ale każdy segment dodaje coś od siebie do wyników.

W grupie funkcjonuje również segment Pozostałe, w ramach którego zawierają się: Hotel Almond, koszty działalności spółki, a także np. przeszacowania wartości nieruchomości / gruntów czy odpisy na należności. Dodatkowo koszty finansowe, a także podatki. Czyli np. im więcej zarobią główne segmenty, tym większy będzie podatek do zapłaty – koszt obciążający ten segment. W związku z tak szerokim obszarem „segmentu” jego wyniki potrafią istotnie się różnić w poszczególnych okresach.

Dekpol jest właścicielem hotelu Almond (wartość w bilansie na 31.12.2019 roku to 115 mln zł), który został oddany w najem:

Hotel jest przedmiotem dzierżawy na podstawie umowy zawartej pomiędzy Almond Sp. z o.o., właścicielem obiektu, a City Hotel Management Sp. z o.o. od 30.06.2016 roku do 31.12.2032 roku. [...] Czynsz będzie podlegał waloryzacji o wskaźnik cen towarów i usług ogłoszony przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego. Ponadto od 1 lutego 2020 roku Almond Sp. z o.o. przynależny będzie czynsz dodatkowy wynoszący określony % od obrotu z działalności hotelarskiej i określony % od obrotu z gastronomii. Wszelkie koszty operacyjne nieruchomości są pokrywane przez dzierżawcę.

W ramach tego segmentu Dekpol osiąga również przychody (i koszty) związane z Hotelem Number One, projekcie sprzedanym w systemie Condo. Niestety spółka nie podaje szczegółowych informacji odnośnie rozliczeń związanych z tym obiektem, trudno zatem szacować jego wyniki w kolejnych okresach. Dodatkowo segment obciążają pozostałe koszty / przychody operacyjne, a także koszty finansowe i podatki. W 2019 roku segment ten zanotował 3 mln zł straty netto wobec 22,7 mln zł straty rok wcześniej. W I półroczu 2020 r. wynik segmentu to strata netto 19,9 mln zł, podczas gdy w H1 2019 było to -9 mln zł. Jak

widać, rozpiętość wyników segmentu jest bardzo duża. Dodając do tego trwającą pandemię koronawirusa, prognozowanie wyniku na tym segmencie wydaje się bardzo utrudnione.

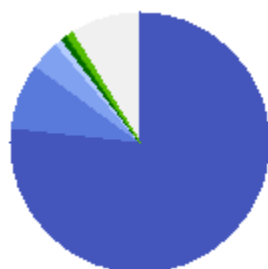
Pod koniec września 2020 r. Dekpol poinformował o podpisaniu listu intencyjnego z T&T Inwestycje odnośnie współpracy w zakresie wspólnej budowy elektrowni fotowoltaicznych:

Wejście w ten nowy obszar u boku sprawdzonego i doświadczonego partnera, jakim jest T&T, pozwoli nam na podjęcie zdecydowanych działań oraz przyspieszenie procesu zdobywania doświadczenia w obszarze budowy instalacji i farm fotowoltaicznych. W ramach współpracy rozpoczęliśmy już projektowanie farm fotowoltaicznych o łącznej mocy 75 MW. Spodziewamy się, że docelowa moc wspólnych projektów może wynosić nawet 500 MW. Przy ich realizacji wykorzystywać będziemy z jednej strony doświadczenie i know-how T&T na rynku OZE, a z drugiej – kompetencje DEKPOLU w zakresie kompleksowego zarządzania projektami i działalności budowlanej. W naszej opinii, dzięki efektom synergii płynącym ze współpracy będziemy mogli przygotować atrakcyjną, wyróżniającą się na rynku ofertę dla potencjalnych klientów. Podsumowując, rodzące się nowe przedsięwzięcie to pierwszy krok DEKPOLU na rynku OZE, który w naszym przypadku oferuje szerokie spektrum możliwości biznesowych. Zamierzamy jak najlepiej wykorzystać jego potencjał – mówi Mariusz Tuchlin, Prezes Zarządu DEKPOL S.A.

Dekpol w swojej działalności (deweloperka, generalne wykonawstwo) stosuje rozwiązania związane z fotowoltaiką, a że rynek jest rozwojowy i perspektywiczny grupa szuka na nim swojego miejsca. Na chwilę obecną trudno oszacować, jakie będą efekty tej działalności.

ZARZĄD, AKCJONARIAT

Głównym akcjonariuszem spółki jest Mariusz Tuchlin, z udziałem na poziomie 77,13%. Powyżej 5% posiada Familiar SA SICAV-SIF (8,13%), niestety nie wiem kto stoi za tym funduszem. OFE PZU oraz kilka TFI mają poniżej 5% akcji i wygląda, że raczej wychodzą z akcjonariatu niż zwiększają zaangażowanie. Free float wynosi niecałe 10%.



Akcjonariat: Dekpol SA (C)Stooq

- Mariusz Tuchlin (77.13%)
- Familiar S.A., SICAV-SIF (8.13%)
- OFE PZU Złota Jesień (3.54%)
- TFI Generali Investment SA (1.02%)
- TFI Skarbiec SA (0.45%)
- TFI Quercus SA (0.36%)
- TFI BNP Paribas SA (0.16%)

Prezesem spółki jest Mariusz Tuchlin, prezesem i dyrektorem generalnym Dekpol Deweloper jest Sebastian Barandziak (od 2013 roku), prezesem Dekpol STEEL od 2020 roku jest Andrzej Kuchtyk (od 2010 roku dyrektor zarządzający ds. produkcji w Dekpol), a prezesem Dekpol Generalne Wykonawstwo jest Michał Skowron, z Dekpol związany od 2017 roku.

STRATEGIA ROZWOJU

Strategia grupy jest ujęta w jednym zdaniu:

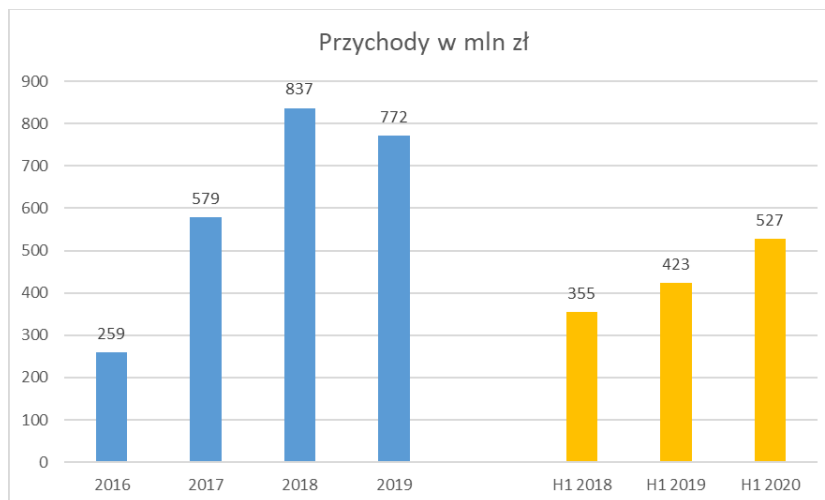
Strategia firmy zakłada rozwój wszystkich trzech segmentów działalności oraz koncentrację na realizacji wysokomarżowych projektów. Prowadzić to będzie do systematycznej poprawy osiąganych wyników finansowych.

DEKPOL – ANALIZA FINANSOWA

PRZYCHODY, WYNIKI

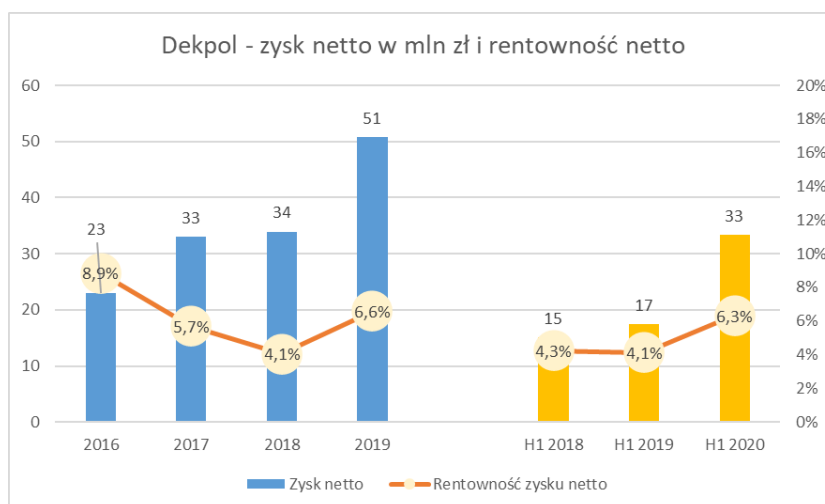
PRZYCHODY I ZYSKI

Spójrzmy na historyczne wyniki grupy. Najpierw przychody:



W II półroczu 2019 roku grupa notowała relatywnie niskie przychody w segmencie Generalne Wykonawstwo, stąd spadek przychodów w 2019 roku w porównaniu z 2018 r. W I półroczu 2020 grupa ładnie rośnie, w dużej części za sprawą segmentu Deweloperskiego, a II półrocze powinno być OK również dla Generalnego Wykonawstwa – wszystko wskazuje, że grupa przekroczy 1 mld zł przychodów w 2020 roku.

Systematycznie za to rośnie zysk netto grupy. Jak wiemy, w 2020 roku pozytywnie na wyniki wpływa segment deweloperski, ale w II półroczu powinno być również dobrze w segmencie Generalne Wykonawstwo, także segment Osprzętu do maszyn powinien zanotować odbicie po covidowym dołku.

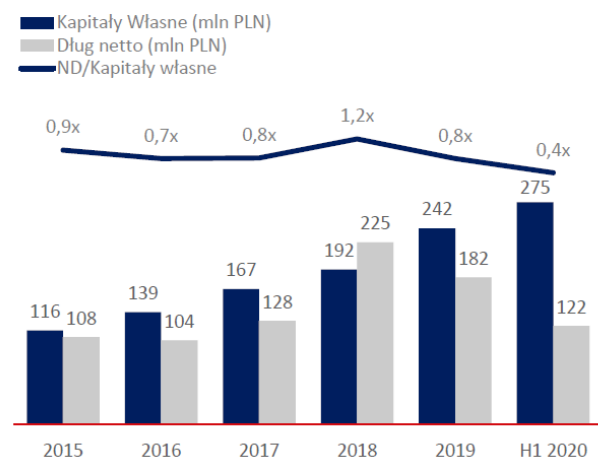


Celem zarządu jest utrzymanie w 2020 roku i latach kolejnych rentowności netto na poziomie ponad 5%.

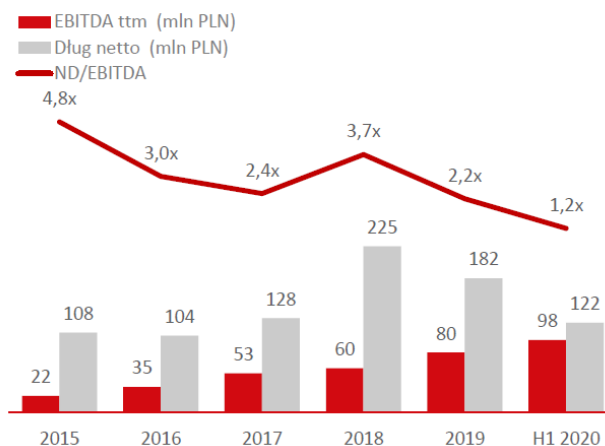
SYTUACJA BILANSOWA GRUPY

Jeszcze nieco ponad rok temu sytuację bilansową Dekpol określałem jako słabą. Obecnie nadal nie jest idealnie, ale dobre wyniki finansowe robią swoje – rosną kapitały własne, spadają wskaźniki zadłużenia, a wysoka EBITDA oznacza spadek wskaźnika dług netto / EBITDA. Na dziś bilansowi ciąży krótkoterminowe zadłużenie z tytułu obligacji, ale Dekpol ogłosił program emisji obligacji na 200 mln zł i szykuje się do pierwszej emisji na 50 mln zł. Nie przewiduję problemów z jej uplasowaniem więc zakładam, że na koniec 2020 roku bilans grupy będzie wyglądał bardzo poprawnie (a już wygląda ok):

DŁUG NETTO / KAPITAŁÓW WŁASNYCH



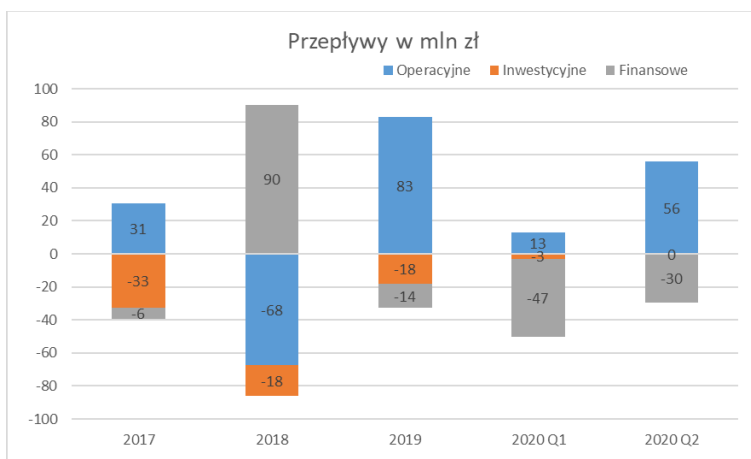
DŁUG NETTO / EBITDA TTM



- rosnący poziom kapitałów własnych i EBITDA
- bezpieczny poziom długu netto 122 mln PLN - 0,4x kapitały własne i 1,2x EBITDA ttm

ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Dynamiczny wzrost przychodów w 2018 roku spowodował wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy i ujemne przepływy operacyjne, sfinansowane zwiększaniem zadłużenia. W 2019 roku przychody były niższe niż rok wcześniej więc zapotrzebowanie na kapitał obrotowy spadło i spółka zanotowała wysokie dodatnie przepływy operacyjne. A wydania mieszkań w 2020 roku podtrzymują dodatnie przepływy operacyjne. Generowana gotówka obniża z kolei zadłużenie finansowe grupy.



Z racji wysokiego zadłużenia i ujemnych przepływów operacyjnych Dekpol nie wypłacał dywidendy z zysków za 2018 i 2019 rok. Ostatnia dywidenda w wysokości około 10 mln zł została wypłacona z zysków za 2017 rok. Obecnie sytuacja finansowa spółki jest dużo lepsza i na pytanie o dywidendę spółka nie wykluczyła takiego kroku po wynikach 2020 roku, o ile sytuacja związana z Covid-19 się uspokoi.

PRZEWIDYWANIA

Dla przypomnienia, poniższe wyliczenia mają charakter edukacyjny i nie stanowią oficjalnej prognozy, ani rekomendacji inwestycyjnej.

Do prognoz wyników grupy podejść dwojako: najpierw zbuduję je według segmentów, a następnie porównam z oczekiwaniami zarządu grupy co do rentowności netto. Dla przypomnienia, celem zarządu jest osiągnięcie w 2020 roku i latach kolejnych ponad 5% rentowności zysku netto.

W segmencie Generalne Wykonawstwo backlog na II półroczu 2020 r. to 350 mln zł, rozkładam go równomiernie na kwartały. W 2021 roku oczekuję stabilizacji i 600 mln zł przychodów w skali roku (raczej konserwatywnie).

W ramach Deweloperki grupa już podała liczbę przekazanych mieszkań w Q3 2020 r. oraz planowaną liczbę w całym roku 2020 oraz oczekiwany przychód – rozkładam to zatem proporcją na Q3 i Q4. W 2021 harmonogram budów do ukończenia jest bardziej ubogi, ale z drugiej strony zakładam częściowe fakturowanie budynku sprzedanego jako całość (budowa do 2023 roku) – w efekcie przychód mniejszy niż w 2020 roku i niższy niż oczekiwane przez zarząd 300 mln zł rocznie. W 2022 roku powinno być lepiej.

W segmencie Osprzętu do maszyn zakładam stopniowe „recovery” w Q3 i Q4 2020 r. oraz powrót na ścieżkę wzrostu w 2021 roku.

Segment pozostałe to przychody z Hotelu Almond, zakładam przychody podobne w czasie, choć z uwagi na Covid to duża niewiadoma, również ryzyko przeszacowań wartości obiektu w dół, gdyby pandemia miała długo się utrzymywać.

W efekcie zakładam osiągnięcie przez Dekpol w 2020 roku 1,04 mld zł przychodów i około 980 mln zł przychodów w roku 2021.

Przychody	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	2020	2021
Generalne wykonawstwo	117	166	175	175	633	600
Deweloper	57	131	71	31	290	250
Łyżki	20	17	18	20	75	90
Pozostałe		19		19	38	38
RAZEM	194	333	264	245	1.036	978

Zakładam utrzymanie 6% marży EBIT w segmencie Generalne Wykonawstwo (historycznie typowa marża to 5-7%).

Zakładam 15% marży EBIT segmentu Deweloperki, biorąc pod uwagę rodzaj planowanych obiektów (rośnie udział obiektów premium) marża wydaje się być realna, a zarząd dąży do poziomu 20%.

Osprzętu do maszyn to 12% marży, co jest zgodne z wartościami historycznymi.

Najtrudniej ocenić wynik w segmencie Pozostałe (można mocno przestrzelić w obie strony), ale zakładam tutaj stratę EBIT 12 mln zł rocznie.

Po odjęciu kosztów finansowych i podatku otrzymuję 59 mln zł zysku netto w 2020 roku (po H1 2020 jest 33,3 mln zł zysku netto) i 52 mln zł w 2021.

EBIT w mln zł	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	2020	2021
Generalne wykonawstwo	8,5	10,5	10,5	10,5	40,0	36,0
Deweloper	7	22,7	10,7	4,7	45,0	37,5
Łyżki	2,1	2,4	2,2	2,4	9,1	10,8
Pozostałe		-9		-3	-12,0	-12,0
RAZEM	18	27	23	15	82	72
Koszty finansowe					9	8
Wynik brutto					73	64
Podatek					14	12
Wynik netto					59	52

Dla porównania, w 2018 roku grupa zarobiła 34 mln zł netto, a w 2019 roku 50,8 mln zł netto.

Patrząc na harmonogram budowy mieszkań oraz na perspektywy segmentu Osprzęt do maszyn, w kolejnych latach bardziej prawdopodobny wydaje się wzrost wyników grupy Dekpol niż ich spadek. Z zastrzeżeniem, że dalszy rozwój epidemii koronawirusa, a w szczególności rozciągnięcie jej w czasie może mieć niekorzystny wpływ na wyniki segmentu deweloperskiego – tutaj najbardziej się boję o sprzedaż lokali w projekcie Sol Marina. Nie jestem pewien również sytuacji Hotelu Almond – czy Dekpol nie będzie zmuszony obniżyć czynsz dzierżawy, lub dokonać negatywnego przeszacowania wartości hotelu. W tych dwóch obszarach widzę największe ryzyko – aczkolwiek traktuję te zdarzenia jako „jednorazowe” (związane z Covid-19).

POZOSTAŁE KWESTIE

Wynik netto grupy za ostatnie 4 kwartały to 66,6 mln zł, a C/Z wynosi obecnie 3,19.

Przy oczekiwanym wyniku netto w 2020 roku na poziomie 59 mln zł wskaźnik C/Z rośnie do 3,6, a przy wyniku w 2021 r. na poziomie 52 mln zł rośnie do 4,1. Wszystkie te wartości, mówiąc delikatnie, wskazują na spore niedowartościowanie kursu akcji Dekpol. Patrząc historycznie, C/Z dla spółki przez większość czasu waha się między 5, a 10, a jako neutralny określiłbym przedział 7-8 (co implikuje 100% wzrostu kursu akcji). A mówiąc szczerze, w dobie zerowych stóp procentowych oczekiwałbym C/Z na poziomie = 10. I jeszcze na koniec kurs akcji spółki, który wygląda następująco:

WSKAŹNIKI

C/WK ⓘ	0.77	+0.02 >~sector*
C/P ⓘ	0.24	+0.05 >~sector*
C/Z ⓘ	3.19	-3.81 >~sector*
C/ZO ⓘ	2.39	-2.18 >~sector*
ROE ⓘ	24.18%	+13.44% >~sector*
ROA ⓘ	7.00%	+4.12% >~sector*

OCENA

Altman EM-Score	BB+
Piotroski F-Score	8

raport 2020/Q2

WSKAŹNIKI AT

Published on TradingView.com, October 19, 2020 22:38:31 CEST
GPW:DEKPOL, W: 0:25,60 H:25,60 L:24,00 C:25,40



ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy posiada relatywnie niewielki pakiet akcji spółki.

Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.