

piątek, 28 października 2016 | komentarz specjalny

## Deweloperzy mieszkaniowi

### Deweloperzy, Polska

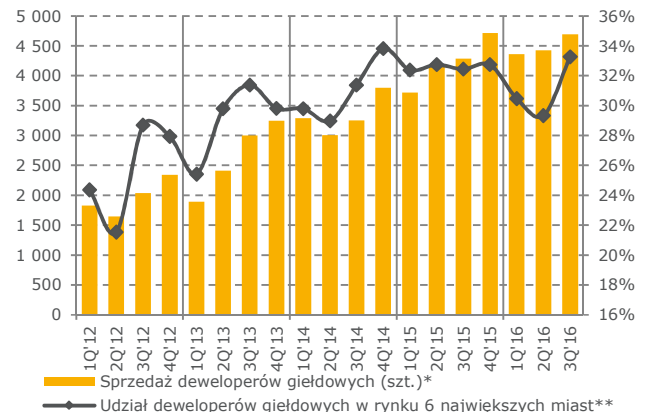
Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Giełdowi deweloperzy mają za sobą kolejny bardzo udany kwartał pod względem sprzedaży mieszkań (+8% r/r, +5% q/q). Wysoka aktywność spółek na rynku gruntów w 2015 r. zaowocowała silnym wzrostem oferty na koniec czerwca (+29% q/q), czego jednak nie widać z perspektywy całego rynku. Dane dla całego rynku za 9M'16 wskazują na ustabilizowanie sprzedaży i oferty oraz delikatny wzrost cen mieszkań. W samym 3Q trend ten był kontynuowany mimo wstrzymania w lipcu wypłat z MdM na 2017 r. Ogłoszony w czerwcu program Mieszkanie+, w dłuższej perspektywie potencjalnie niekorzystny dla deweloperów, w najbliższych 2-3 latach powinien mieć marginalne znaczenie z punktu widzenia spółek notowanych na GPW. Indeks cen 10 kluczowych deweloperów mieszkaniowych wzrósł YTD o 7% vs. WIG 5%. Przy średnim P/E'17=7,8x oraz P/E'18=6,3x sektor oferuje wiele atrakcyjnie wycenionych spółek, w większości o wysokiej zdolności dywidendowej (DYield'17=5,9%, DYield'18=6,9%). Analiza P/B-ROE wskazuje, że relatywnie najtańszymi spółkami na najbliższy kwartał są LC Corp, Lokum, Vantage i Atal (zgodnie z kolejnością). Potencjał wzrostu widzimy ponadto w Robygu i Dom Development (zgodnie z kolejnością). W bieżącym komentarzu po raz pierwszy publikujemy prognozy dla Atal, Lokum i Vantage Development (zalecając „PRZEWAŻENIE” powyższych spółek) oraz dla Archicom (zalecając „RÓWNOWAŻENIE”). Ponadto podwyższamy pozycjonowanie Ronsona do „RÓWNOWAŻENIA”.

#### Sprzedaż 3Q oraz potencjał na 2016 r.

- 14 czołowych deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW sprzedało w 3Q'16 4,8 tys. lokali, co jest wynikiem o **8% wyższym r/r** oraz **5% wyższym q/q**.
- **8 na 14** deweloperów **zwiększyło sprzedaż r/r**, natomiast **10** poprawiło sprzedaż w ujęciu q/q.
- Nowe historyczne rekordy sprzedaży miały miejsce w spółkach **Dom Development, Robyg** i **Archicom**.
- Średnia **efektywność sprzedaży** mieszkań spadła do **25%** z **31%** w 2Q'16 co jest następstwem około 30% wzrostu oferty mieszkań w 2Q'16, za którą nie nadążyła sprzedaż.
- Zdecydowanie najszybsze tempo sprzedaży utrzymują **Lokum, Vantage** oraz **Robyg** (efekt. sprzedaży >35%), a najwolniejsze **Ronson** i **Marvipol** (poniżej 20%).

#### Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych



Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

\*zagregowana sprzedaż dla 13 deweloperów giełdowych

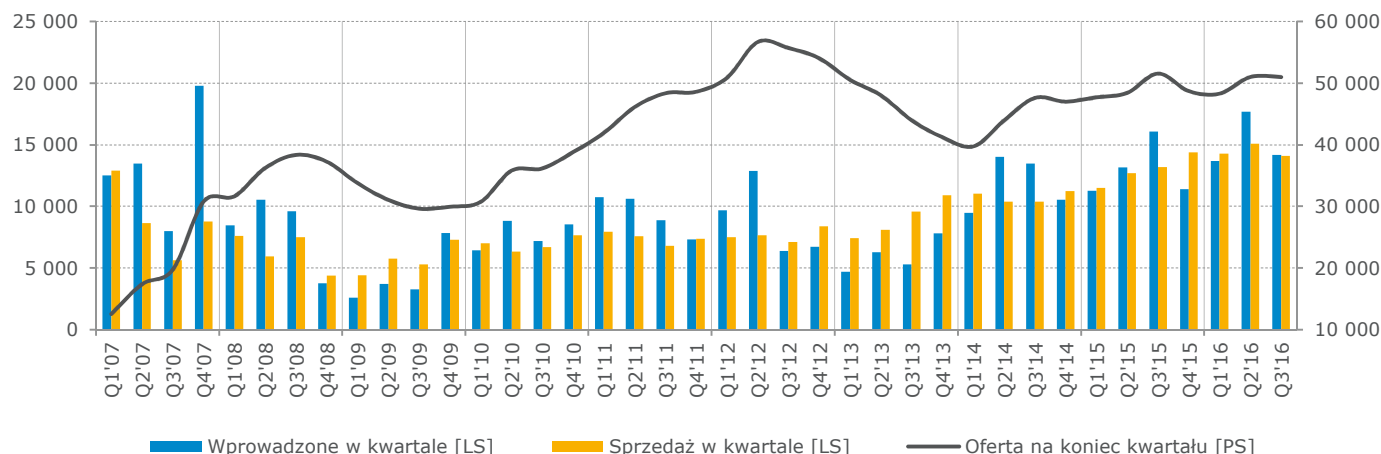
\*\*przybliżone szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych REAS

- **Prognozy sprzedaży mieszkań w 2016 r. podnosimy w spółkach: Atal, Archicom, Dom Development, JWC, LC Corp, Robyg i Vantage, natomiast obniżamy w Budimex, Inpro, Marvipol, Polnord i Ronson.**

Sprzedaż mieszkań w spółkach giełdowych za 3Q'16 oceniamy bardzo dobrze, biorąc pod uwagę nasze prognozy ze styczniowej strategii. Najsilniejsze zaskoczenie miało miejsce wśród rynkowych liderów (**Dom, Robyg**), których sprzedaż o około **15%** przewyższy nasze oczekiwania z początku roku. Dane sprzedażowe za 9M'16 wyraźnie pokazują, że kilka spółek relatywnie słabo radzi sobie ze sprzedażą mimo sprzyjających warunków rynkowych. Dotyczy to przede wszystkim **Inpro, Budimeksu, Ronsona, Marvipolu** i **Polnordu**, co generalnie wynika z trzech przyczyn (1) wysokiej bazy, (2) słabszej jakości oferty, (3) mniej licznej oferty. Z wysoką bazą mamy do czynienia praktycznie tylko w Budimeksie (na co dodatkowo nakłada się mniejsza oferta). **W większości przypadków problem dotyczy jednak oferty.** Często barierą we wprowadzeniu kolejnych etapów inwestycji są kwestie administracyjne, a nie sam brak odpowiednich nieruchomości w banku ziemi. Większość spółek nie była w stanie wprowadzić do oferty zapowiadanej liczby mieszkań, mimo że mamy do czynienia z dobrze zorganizowanymi dużymi przedsiębiorstwami.

Spółka	Pozycjonowanie		Kurs (PLN)	zmiana q/q*	MCap	P/E			P/BV			DYield		
	nowe	stare				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Archicom	N	-	15,24	+13%	355	8,5	8,0	7,9	0,94	0,88	0,84	6,0%	5,9%	6,3%
Atal	OW	-	27,77	+14%	1 075	12,5	6,5	5,8	1,63	1,37	1,21	2,2%	4,0%	7,7%
Dom Dev.	OW	OW	61,00	+19%	1 512	12,0	10,1	9,4	1,63	1,59	1,57	5,3%	8,3%	9,9%
JWC	N	OW	4,55	+15%	404	7,7	7,5	5,2	0,60	0,55	0,50	0,0%	0,0%	0,0%
LC Corp	OW	OW	1,87	-4%	837	9,6	4,6	4,0	0,61	0,56	0,52	9,6%	8,0%	8,6%
Lokum	OW	-	13,32	+6%	240	6,0	5,9	4,7	1,00	0,90	0,79	4,7%	5,5%	5,6%
Polnord	N	N	9,20	-12%	300	36,9	11,6	10,6	0,41	0,39	0,38	0,0%	0,0%	0,0%
Robyg	OW	OW	2,93	+2%	771	8,2	8,5	6,9	1,43	1,36	1,25	6,8%	7,8%	8,2%
Ronson	N	UW	1,34	-3%	365	10,6	10,4	7,7	0,78	0,76	0,73	6,0%	6,7%	7,5%
Vantage	OW	-	2,79	+1%	174	8,5	6,5	4,9	0,50	0,48	0,45	4,7%	5,9%	5,7%
Mediana				+4%		9,1	7,8	6,3	0,86	0,82	0,76	5,0%	5,9%	6,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, OW – przeważenie/overweight, N – równoważenie/neutral, UW – niedoważenie/underweight, \*zmiana kursu w okresie 14.07-27.10

**Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane kwartalnie na tle oferty na koniec kwartału\***


Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku; \*agregacja dla rynków: Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznania oraz Łodzi

Niekontrolowany wzrost oferty rynkowej, będący potencjalnie jednym z największych zagrożeń dla deweloperów na razie nie materializuje się. Widać to w danych prezentowanych przez REAS. Na koniec września **oferta mieszkań** na największych 6 rynkach wyniosła **51 tys. mieszkań** – tyle samo co rok wcześniej. **Efektywność sprzedaży** na powyższych rynkach utrzymuje się na bardzo dobrym poziomie **28%** (vs. 27% w 3Q'15).

Interesujące jest porównanie danych REAS za 3Q'16 z danymi ze spółek giełdowych. Szacowany przez nas **udział deweloperów z GPW w sprzedaży** na największych rynkach **wzrósł o 4 p.p.** do około 33% (po wcześniejszych dwóch kwartałach spadku). Niewątpliwie w powyższym wzroście istotnie pomógł **wzrost oferty w spółkach giełdowych o 29%** (ponad 4000 lokali) między końcem marca a końcem czerwca br. Wzrost oferty na największych 6 rynkach wyniósł w tym czasie 6% (2700 lokali). Wyraźnie widać, że przynajmniej **deweloperzy giełdowi konsolidują ofertę rynkową**, co powinno zaowocować dobrą sprzedażą mieszkań w najbliższych kwartałach. Znaczące zakupy gruntów w czołowych spółkach giełdowych w naszej ocenie pozwolą na wzrost sprzedaży mieszkań w 2017 r. Sądzymy, że będzie dotyczył to przede wszystkim spółek: **Lokum, Robyg, Dom, Ronson** (efekt niskiej bazy). Nie boimy się również o bank ziemi Archicomu, Atalu, LC Corp i Vantage. Spółkami, które w ostatnim czasie są wyjątkowo pasywne na rynku gruntów są JWC i Polnord. Sytuacja ta powinna

**Indeks Cen Transakcyjnych**


Źródło: Open Finance, Home Broker

zmienić się w 2017 r. jeśli powyższe spółki chcą powalczyć o mocną pozycję rynkową w kolejnych latach (więcej komfortu w tym zakresie ma JWC).

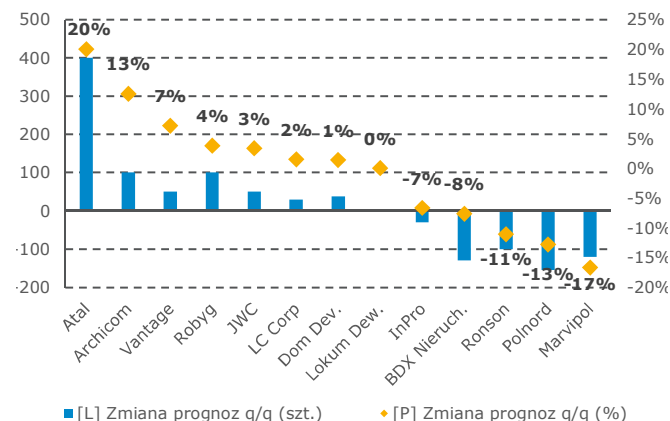
Zrównoważona podaż nowych projektów jest tylko jedną z przyczyn utrzymującej się czwarty rok z rzędu dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Drugim elementem jest silny popyt, napędzany: **(1)** niskimi stopami procentowymi, **(2)** mocnym rynkiem pracy, **(3)** programem

**Liczba mieszkań sprzedanych przez deweloperów**

(szt.)	3Q'16	3Q'15	r/r	2Q'16	q/q	9M'16	9M'15	r/r	2016P*	YTD**
Robyg	736	638	+15%	648	+14%	2 111	1 769	+19%	2 650	80%
Dom Dev.	705	640	+10%	701	+1%	2 021	1 705	+19%	2 712	75%
Atal	577	399	+45%	677	-15%	1 762	1 205	+46%	2 000	88%
LC Corp	550	503	+9%	430	+28%	1 441	1 329	+8%	1 970	73%
JWC***	438	466	-6%	390	+12%	1 171	1 189	-2%	1 500	78%
BDX Nieruch.	409	358	+14%	395	+4%	1 121	1 437	-22%	1 700	66%
Archicom	267	178	+50%	223	+20%	705	458	+54%	800	88%
Polnord****	236	270	-13%	259	-9%	772	793	-3%	1 204	64%
Echo Inv.	194	139	+40%	162	+20%	502	343	+46%	-	-
Ronson	183	248	-26%	156	+17%	545	658	-17%	900	61%
Vantage	172	112	+54%	180	-4%	602	447	+35%	700	86%
Marvipol	129	168	-23%	122	+6%	420	430	-2%	720	58%
Lokum Dew.	113	141	-20%	136	-17%	421	355	+19%	600	70%
InPro	95	168	-43%	76	+25%	295	405	-27%	450	66%
<b>Suma</b>	<b>4 804</b>	<b>4 428</b>	<b>+8%</b>	<b>4 555</b>	<b>+5%</b>	<b>13 889</b>	<b>12 523</b>	<b>+11%</b>		<b>75%</b>

Źródło: spółki; \*prognoza mDM sprzed publikacji danych sprzedażowych za 9M'16, \*\*wykonanie rocznej prognozy po 9M'16, \*\*\* w JWC tabela przedstawia sprzedaż brutto, szacujemy, że sprzedaż netto jest w skali roku niższa o 110-120 lokali, \*\*\*\*w Polnordzie dane ważone udziałem w projektach deweloperskich

### Zmiana prognoz sprzedaży mieszkań w 2016 r. po publikacji danych za 3Q'16



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Mieszkanie dla Młodych. Skoro wstrzymanie na początku lipca dopłat w ramach MdM na 2017 r. nie spowodowało załamania sprzedaży mieszkań, tym bardziej nie spodziewalibyśmy się negatywnego wpływu zamykania programu w 4Q'16 oraz 1Q'17. Pozostaje jeszcze kwestia programu „Mieszkanie+”. Podejrzewamy, że budowa pierwszych mieszkań w ramach pilotażowego programu (17 miast) rozpocznie się za około rok i będą one dostępne do zamieszkania od 2019 r. W 2017 r. zapewne rozpoczną się zapisy na mieszkania. Pilotażowy program nie dotyczy największych rynków (poza **Poznaniem** i **Aglomeracją Katowicką**), stąd jego **wpływ na deweloperów mieszkaniowych powinien być umiarkowany**. Ze spółek giełdowych działalność w Poznaniu i Katowicach prowadzą Ronson, Echo, Budimex, Atal i JWC. Według naszych szacunków jedynie w **Echo** i **Ronsonie** rynki poznański i katowicki stanowią **ponad 15% biznesu**.

W bieżącym komentarzu aktualizujemy nasze **prognozy sprzedażowe na 2016 r.** dla 14 spółek giełdowych o średnio **+1,2%**. Największy wzrost prognozy (ponad 10%) ma miejsce w Atalu i Archicomie. W Ronsonie, Polnordzie i Marvipolu obniżamy prognozy sprzedażowe o ponad 10%.

### Wyniki deweloperów w 2Q'16

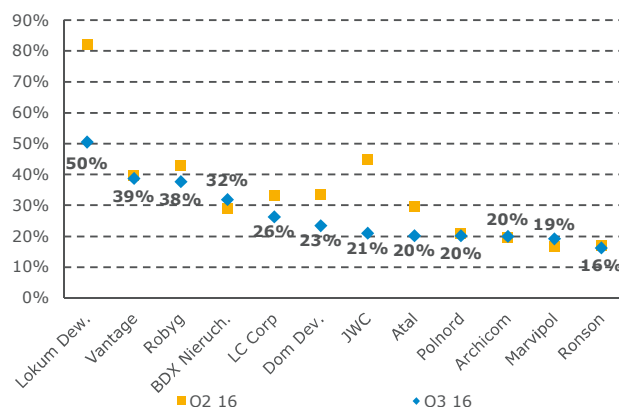
Liczba mieszkań **rozliczonych w wyniku finansowym 3Q'16 wzrosła o 45% r/r**, co oznacza, że wyniki finansowe wśród deweloperów giełdowych silnie wzrosły w minionym kwartale. W okresie **9M'16** wzrost przekazania wśród 11 analizowanych spółek wyniósł **56%**. W wielu spółkach obserwujemy również wzrost marż. Spośród spółek, dla których przygotowujemy prognozy finansowe **wysokim dynamik zysku netto za 3Q'16** oczekujemy w spółkach:

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym

(szt.)	3Q'16	3Q'15	r/r	9M'16	9M'15	r/r	2016P*	YTD**
Atal*	500	196	155%	1 250	500	150%	1 470	85%
BDX Nieruch.	233	53	340%	667	455	47%	1 216	55%
Dom Dev.	500	478	5%	1 320	1 043	27%	2 518	52%
JWC	490	72	581%	1 193	369	223%	1 331	90%
LC Corp	99	72	38%	900	607	48%	1 237	73%
Lokum Dew.	121	60	102%	328	161	104%	570	58%
Marvipol	377	39	867%	491	166	196%	550	89%
Polnord	200	282	-29%	664	657	1%	1 023	65%
Robyng	475	726	-35%	1 608	1 273	26%	2 711	59%
Ronson	239	181	32%	514	451	14%	956	54%
Vantage	126	165	-24%	246	210	17%	500	49%
<b>Suma</b>	<b>3 360</b>	<b>2 324</b>	<b>45%</b>	<b>9 181</b>	<b>5 892</b>	<b>56%</b>	<b>14 082</b>	<b>65%</b>

Źródło: spółki; \*prognoza Domu Maklerskiego mBanku; \*\*wykonanie rocznej prognozy po 9M'16

### Efektywność sprzedaży deweloperów giełdowych\*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku;

\*efektywność sprzedaży – liczba mieszkań sprzedanych w kwartale względem oferty na początku kwartału

- **JWC:** 25 mln PLN (vs. -4 mln PLN w 3Q'15)
- **Ronson:** 8 mln PLN (vs. 0 mln PLN w 3Q'15)
- **Vantage:** 9 mln PLN (+300% r/r)
- **Lokum:** 8 mln PLN (+220% r/r)
- **Atal:** 32 mln PLN (+150% r/r)

**Spadku zysku netto za 3Q'16** oczekujemy w spółkach:

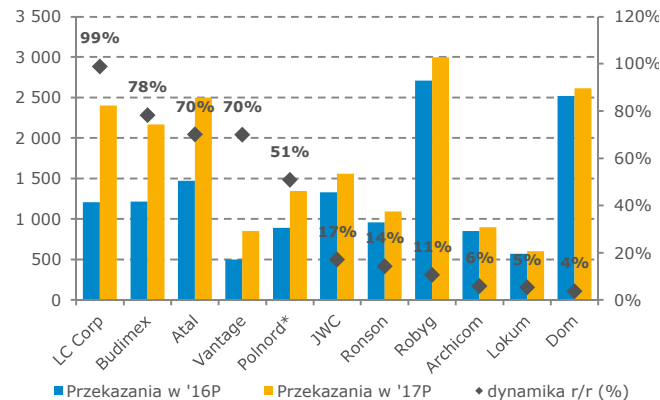
- **LC Corp:** -12 mln PLN (vs. +25 mln PLN - efekt niskiej liczby przekazania oraz ujemnych różnic kursowych)
- **Robyng:** 12 mln PLN (-70% r/r - efekt niższej liczby przekazania)

Przypominamy, że ze względu na cykl budowy **wynikowo najsilniejszym kwartałem w roku jest 4Q**. 11 analizowanych przez nas spółek przekazało w **9M'16** zaledwie **65%** mieszkań zaplanowanych do rozliczenia w 2016 r.

### Potencjał wyników w latach 2016-2018

Przy naszych prognozach dla 10 kluczowych spółek, sektor jest notowany na medianie **P/E'16 = 9,0x**, **P/E'17 = 7,9x** oraz **P/E'18 = 6,3x**. Mimo atrakcyjnego poziomu płaconych dywidend w latach 2017-2018 (**DYield'17 = 5,6%**, **DYield'18 = 6,9%**) średnie dyskonto do NAV w sektorze wzrosło z tegorocznych 15% do 25% na koniec 2018 r. W tym roku deweloperzy mieszkaniowi będą jednym z najsilniej rosnących sektorów pod względem wyników finansowych (skumulowany **ZN:+72%**) i utrzymają wysoką dynamikę również w następnych dwóch latach (**32% w 2017 r.** oraz **15% w 2018 r.**). Prezentacja wstępnych prognoz na 2018 r. jest według nas uzasadniona występującym w sektorze przesunięciem dynamiki wyników

### Przekazania mieszkań w latach 2016-2017 (szt.) i dynamika przekazania



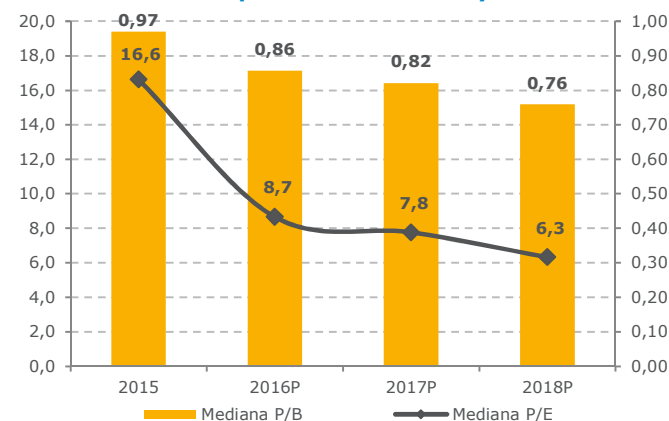
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku  
\*dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

finansowych względem dynamiki sprzedaży mieszkań o około 1-2 lata. Ponadto, dyskusja na temat 2018 r. jest uzasadniona zasobnością banków ziemi deweloperów giełdowych, szczególnie po zakupach gruntów dokonanych w ostatnich kwartałach. Przewidywaniu przyszłości sprzyja również stabilna sytuacja na rynku (równowaga popytu i podaży).

Największej dynamiki przekazania i wyników w 2017 r. spodziewamy się w **LC Corp**, **Atalu** oraz **Vantage**. Szacujemy, że wzrost liczby przekazanych mieszkań (choćby minimalny) powinien być udziałem wszystkich spółek z branży. **Prognozy wyników sektora na 2017 r. w wielu spółkach dobrze obrazują potencjał, odzwierciedlony bieżącą sprzedażą.** Do spółek, gdzie ta proporcja jest zaburzona należą przede wszystkim Ronson i Polnord, gdzie przyszlóroczne przekazania o ponad 20% przekraczają bieżącą sprzedaż. Najkorzystniej pod tym względem wypada **Dom Development**, gdzie przyszlóroczne bardzo dobre wyniki są oparte na niższej liczbie lokali niż spółka sprzedaje.

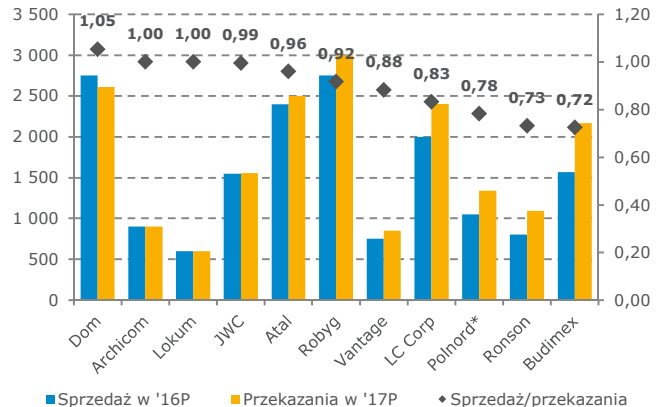
Na przestrzeni 2Q'16 kwartału w większości spółek nie nastąpiły znaczące zmiany w **strukturze kapitału** poza **Robygiem** i **Archicomem**. Pierwszy, znacząco zwiększył wskaźnik dług netto / kapitału (D/E) w związku z początkowymi zakupami gruntów i zaksięgowaną dywidendą. Drugi zaksięgował wpływ środków z emisji akcji, co obniżyło

### Szacowane wskaźniki P/B oraz P/E na lata 2015-2017 dla sektora deweloperów mieszkaniowych\*



Źródło: szacunki i prognozy Domu Maklerskiego mBanku  
\*mediana dla 10 deweloperów giełdowych

### Przekazania mieszkań w 2017 r. vs. sprzedaż mieszkań w 2016 r. (szt.)

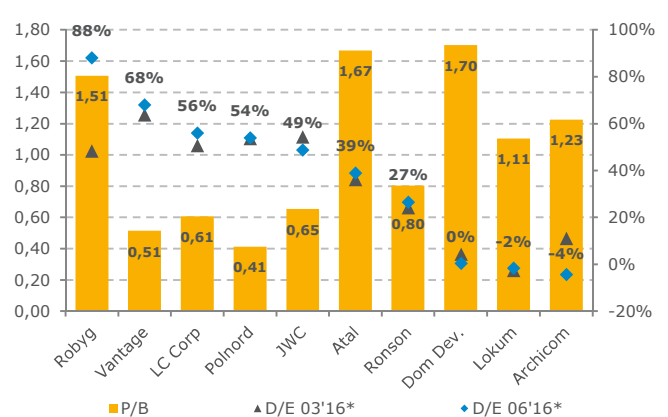


Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku  
\*dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

wskaźniki zadłużenia do najniższego poziomu w sektorze. Nie obawilibyśmy się wysokiego zadłużenia w Robygu, który ostatnimi akwizycjami zabezpieczył sobie bank ziemi na dłuższy okres i mógłby zrezygnować z zakupów gruntów w przyszłym roku bez szkody dla naszych prognoz 2016-2019. Nie przyzwyczajalibyśmy się również do nadpłynności wrocławskich deweloperów (Archicom, Lokum). Środki z emisji powinny do końca roku zostać wydane na nowe działki. Deweloperzy ci powinni jednak pozostać relatywnie nisko zadłużonymi spółkami.

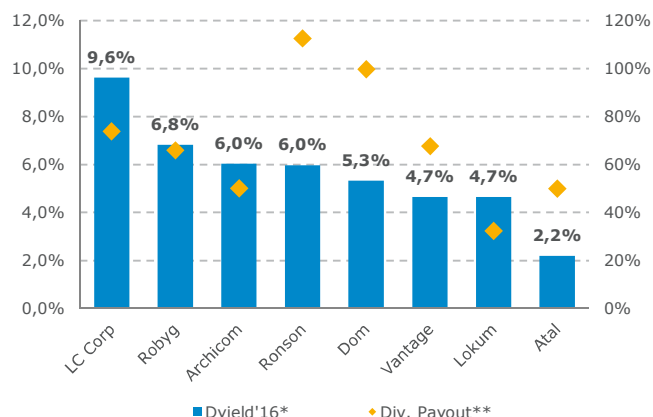
**DYield** sektora deweloperów mieszkaniowych (mediana z 10 spółek) wynosi **5,0%** w **2016 r.**, **5,9%** w **2017 r.** oraz **6,9%** w **2018 r.** Jedynymi z analizowanych spółek, w których nie oczekujemy regularnych wypłat dywidendy są **JWC** i **Polnord**. Są to zarazem spółki, które w ostatnich latach intensywnie walczyły z zadłużeniem, kosztem atrakcyjności banku ziemi, stąd nie zakładamy szybkiego wejścia powyższych deweloperów na dywidendową ścieżkę. Z 8 spółek, w których spodziewamy się wypłaty dywidendy w 2017 r., 6 posiada politykę dywidendową (wyjątkiem jest LC Corp i Ronson). **Wskaźnik wypłaty** dywidendy waha się od **30%** (Lokum), poprzez **50%** (Atal, Archicom), **65-80%** (Robyg), aż do **100%** (Dom Development). Nie spodziewamy się obniżenia wskaźników wypłaty w najbliższych 2-3 latach. Widzimy natomiast szansę na ich zwiększenie.

### Wskaźniki P/B deweloperów giełdowych na tle wskaźników zadłużenia



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku  
\*D/E = dług netto / kapitał własny

### Wskaźniki 2016 DYield (LS) oraz Div. Payout (PS) deweloperów giełdowych



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku  
 \*Wyplata w 2016 r. z zysku za 2015 r.  
 \*\*Div. Payout kalkulowany względem skonsolidowanego zysku netto za 2015 r.

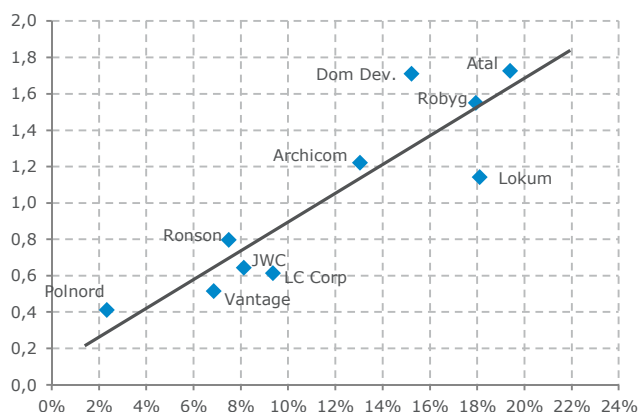
### Selekcja w ramach sektora

W minionym kwartale indeks cen 10 analizowanych deweloperów mieszkaniowych wzrósł średnio o 5% vs. WIG +8%. YTD kursy deweloperów mieszkaniowych wzrosły o 7% vs. WIG +5%.

Prezentowana przez nas w komentarzu z 14 lipca analiza spółek na bazie P/B-ROE'17 trafnie wytypowała grupę atrakcyjnych spółek w ramach sektora. „Relatywnie najtańsze” spółki wzrosły średnio o 6,3%, podczas gdy spółki „relatywnie najdroższe” wzrosły o 1,4%. Ponadto kolejny kwartał z rzędu widoczne jest znacznie lepsze zachowanie kursów spółek o wysokim P/B (+10,0% q/q) vs. spółki o niskim P/B (+0,2%).

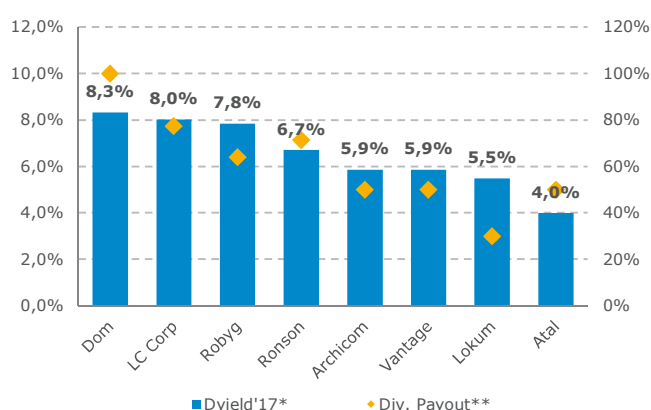
W bieżącym komentarzu listę relatywnie drogich spółek opuszcza Polnord (po spadku kursu o 12% q/q). Z listy relatywnie tanich spółek wychodzi Archicom (po wzroście kursu o 13% q/q) oraz JWC (po wzroście o 15% q/q). Na ich miejsce pojawia się Atal, który wprowadzie wzrost o 14% w minionym kwartale, lecz w związku z podniesieniem szacowanego ROE'17 znajduje się obecnie wyraźnie na południe wyznaczonej przez nas linii regresji.

### P/B vs. ROE'16-17



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku; \*ROE uśrednione za okres '16-17

### Wskaźniki 2017 DYield (LS) oraz Div. Payout (PS) deweloperów giełdowych



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku  
 \*Wyplata w 2017 r. z zysku za 2016 r.  
 \*\*Div. Payout kalkulowany względem skonsolidowanego zysku netto za 2016 r.

### RELATYWNIE NAJDROŻSZYMI deweloperami są:

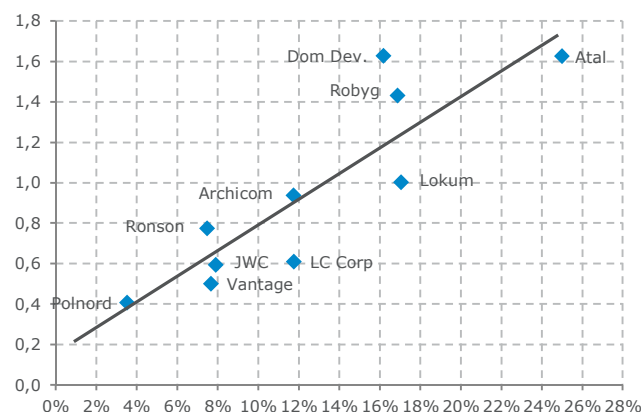
- Dom Development
- Robyg
- Ronson

### RELATYWNIE NAJTANIEJSZYMI deweloperami są:

- Atal
- Lokum
- LC Corp
- Vantage

Podtrzymujemy opinię, że większość analizowanych deweloperów mieszkaniowych jest niedowartościowana. Przy obecnych kursach akcji oczekiwana przez rynek stopa zwrotu z kapitału własnego deweloperów mieszkaniowych to ponad 13%.

### P/B vs. ROE'17



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku



## Archicom

Archicom, od marca br. notowany na GPW, jest liderem wrocławskiego rynku mieszkaniowego ze sprzedażą na poziomie około 900 mieszkań rocznie. Spółka pozyskała z emisji akcji 72 mln PLN i zakończyła 2Q'16 z pozycją gotówkową netto na poziomie +15 mln PLN – zjawisko nietypowe jak na dewelopera działającego również na rynku nieruchomości komercyjnych. Posiadana gotówka częściowo zniknie po rozliczeniu zakupów gruntów, niemniej Archicom pozostanie jedną z najmniej zadłużonych spółek w sektorze, wypłacających regularne dywidendy (polityka dywidendowa zakłada wskaźnik wypłaty w wysokości 50%). Deweloper nabył pierwszą działkę na rynku krakowskim i negocjuje kolejne. Spodziewamy się, że silna rozbudowa oferty we Wrocławiu oraz wejście do Krakowa pozwolą spółce zwiększyć w przyszłym roku sprzedaż o około 10% do 1000 szt. i utrzymać powyższy poziom w kolejnych latach. Zalecamy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Archicomu w portfelu inwestycyjnym. Ze spółek wrocławskich preferujemy Lokum o wyższym bieżącym ROE i potencjale wzrostu.

### Zakupy gruntów

W 2016 r. Archicom zabezpieczył 4 nowe działki o potencjale niemal **2200 lokali** i wartości rynkowej **79 mln PLN**. Średni koszt zakupu szacujemy na około **700-750 PLN/PUM**, czyli nieco powyżej naszych szacunków dla Lokum, również działającego we Wrocławiu i Krakowie. Liczymy na około **25-30% marże** na powyższych gruntach, zakładając stabilizację cen. W planach spółki są kolejne zakupy gruntów o wartości około 88 mln PLN do końca 2017 r.

### Działalność komercyjna

W aktywach Archicomu znajduje się wrocławski biurowiec West Forum 1A (10 000 m<sup>2</sup> GLA) o wartości około **77 mln PLN**, refinansowany kredytem w euro w kwocie około **49 mln PLN**. Na koniec czerwca br. powyższy kredyt stanowił około 2/3 całkowitego zadłużenia odsetkowego dewelopera. Obiekt jest w trakcie rekomercjalizacji.

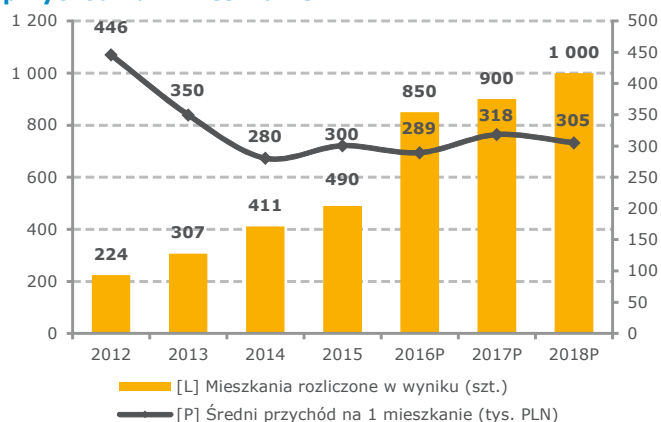
### Prognozy wyników Archicom na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	108,1	116,0	128,7	156,6	255,7	292,2	313,0
Zysk brutto na sprzedaży	36,5	30,5	43,8	48,2	71,4	79,1	86,4
marża	33,8%	26,3%	34,0%	30,8%	27,9%	27,1%	27,6%
EBIT bez rewaluacji	20,9	16,6	29,0	42,8	44,3	54,0	60,2
Rewaluacja	3,4	7,8	14,0	0,3	-4,0	0,0	0,0
EBIT	24,3	24,4	43,0	43,1	40,3	54,0	60,2
Zysk brutto	15,8	23,8	39,1	44,9	38,6	49,3	55,6
Zysk netto	15,7	28,3	37,9	42,8	41,6	44,4	45,0
Zysk netto skorygowany*	13,0	22,0	26,6	42,5	44,8	44,4	45,0
Dług netto	98,4	111,3	127,2	37,0	48,0	67,5	38,6
EV	382,2	395,1	411,0	320,8	402,8	422,3	393,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,92	0,89	0,95
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	5,9%	6,3%
P/E	18,1	10,0	7,5	6,6	8,5	8,0	7,9
P/E skorygowane*	21,8	12,9	10,7	6,7	7,9	8,0	7,9
P/BV	0,83	1,36	1,16	0,98	0,94	0,88	0,84

Kurs akcji (PLN)	15,24
Liczba akcji (mln szt.)	23,3
Kapitałizacja (mln PLN)	354,8

Źródło: Archicom, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; \*korekta o wynik z wyceny nieruchomości

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Archicom

Spodziewamy się jej zakończenia za około rok, a następnie sprzedaży nieruchomości. W związku z trwającą wymianą najemców, nie zakładamy istotnych przychodów z najmu West Forum 1A w 2017 r.

### Nowy projekt biurowy

W maju br. Archicom zakupił za **33 mln PLN** działkę w centrum Wrocławia, na której w dwóch etapach powstanie kompleks biurowy o powierzchni **24 000 m<sup>2</sup> GLA**. Ze względu na wczesny etap przedsięwzięcia nie uwzględniamy go w prognozach. Zwracamy jednak uwagę, że przy obecnym poziomie czynszów i stóp kapitalizacji na wrocławskim rynku biurowym pierwszy etap inwestycji na 12 000 m<sup>2</sup> GLA powinien przynieść około **35 mln PLN zysku deweloperskiego**, nie uwzględnionego w naszych prognozach finansowych. Planowany start budowy pierwszego etapu to pierwsza połowa 2017 r., a ukończenie na przełomie 2018 i 2019 r.

## Atal

Jeszcze w 2014 r. wolumen sprzedaży mieszkań w Atalu wyniósł 1100 lokali, co w gronie spółek giełdowych dawało 7. miejsce. W ciągu dwóch lat skala działalności spółki wzrosła niemal dwukrotnie, a Atal mocno zdomował się na 3. miejscu wśród spółek notowanych na GPW z roczną sprzedażą na poziomie około 2400 szt. Uważamy, że spółkę stać na dalszy wzrost skali działalności. Atal jako jedyna z analizowanych spółek posiada struktury na siedmiu największych rynkach w Polsce, przy kosztach SG&A poniżej 4% przychodów. Działalność spółki na rynkach poznańskim i trójmiejskim dopiero startuje, stąd sprzedaż mieszkań powinna wzrosnąć w 2017 r. Tegoroczne wyniki nie będą jeszcze odzwierciedlać skali prowadzonego biznesu (ZN'16 = 86 mln PLN, P/E=12,2x). Na spółkę powinniśmy jednak patrzeć przez pryzmat wyników za lata 2017-2018, które według naszych szacunków wzrosną do 170-180 mln PLN (P/E~6x). Uważamy, że rynek nie dyskontuje powyższego poziomu wyników. Zalecamy „PRZEWAŻENIE” akcji Atalu w portfelu inwestycyjnym.

### Zdywersyfikowana oferta

W sierpniu Atal rozpoczął sprzedaż pierwszej inwestycji w **Gdańsku**, a do końca roku zamierza uruchomić pierwszy projekt na rynku **poznańskim**. Na powyższych rynkach spółka posiada **4 działki** na łącznie około **550-600 mieszkań**. Kluczowymi rynkami pozostają dla spółki **Kraków, Warszawa i Wrocław**, a ofertę uzupełniają pojedyncze projekty w **Katowicach i Łodzi**. Na koniec czerwca w banku ziemi dewelopera znajdowały się projekty na ponad **6000 mieszkań**. Bank ziemi Atalu nie jest tak obszerny jak u dwóch największych konkurentów (Robygu i Dom Development), jest jednak bardzo dobrze zdywersyfikowany i pozyskany przy atrakcyjnych cenach. Średnia **marża deweloperska** z ostatnich 6 lat wynosi w Atalu **27-28%** i była wyższa niż w Robygu i Dom Dev. Szacujemy, że przynajmniej w najbliższych dwóch latach nie spadnie ona poniżej tego poziomu.

### Potencjał wynikowy na lata 2016-2018

Na koniec czerwca br. Atal posiadał w **budowie** ponad **4400 mieszkań**, więcej niż którykolwiek inny deweloper notowany na GPW. Wiele z realizowanych projektów ma termin zakończenia budowy na przełomie lat 2016/2017 oraz 2017/2018, co utrudnia prognozowanie wyników

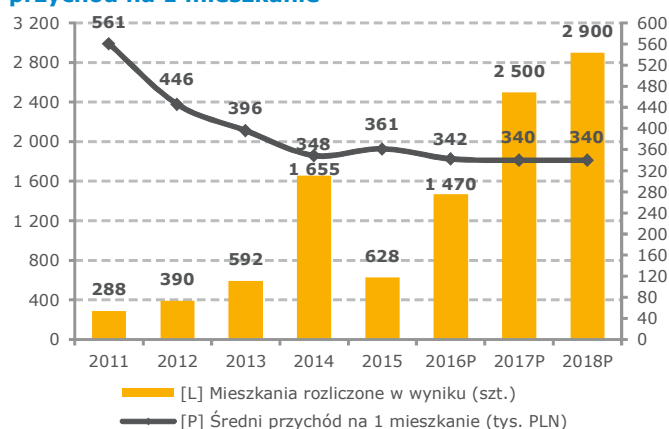
### Prognozy wyników Atal na lata 2016-2018

(mIn PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	173,9	234,3	576,8	226,8	503,1	850,0	986,0
Zysk brutto na sprzedaży	47,3	52,6	186,2	62,8	138,1	238,0	266,2
marża	27,2%	22,4%	32,3%	27,7%	27,5%	28,0%	27,0%
EBIT	38,4	41,9	167,0	40,8	108,6	207,5	234,8
Zysk brutto	37,4	37,9	164,0	36,6	103,6	202,4	230,7
Zysk netto	29,8	33,2	134,6	47,3	85,9	165,3	186,7
Dług netto	200,6	155,1	168,2	199,3	250,2	166,3	141,7
EV	1 095,2	1 049,7	1 062,8	1 274,4	1 325,3	1 241,4	1 216,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,61	1,11	2,13
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	4,0%	7,7%
P/E	30,0	26,9	6,6	22,7	12,5	6,5	5,8
P/BV	3,35	2,98	2,05	1,73	1,63	1,37	1,21

Kurs akcji (PLN)	27,77
Liczba akcji (mln szt.)	38,7
Kapitalizacja (mln PLN)	1 075

Źródło: Atal, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Atal

poszczególnych lat. W naszych prognozach zakładamy, że zdecydowana większość z około 1100 lokali, których budowa kończy się w 4Q'16, zostanie rozliczona dopiero w wynikach 2017 r., stąd przy prognozowanych **1470** przekazaniach wyniki **2016 r.** będą mocno odbiegać od potencjału dewelopera. Podobne przesunięcie, choć w mniejszej skali, nastąpi w 4Q'17, jednak w całym **2017 r.** liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym powinna zbliżyć się do **2500**, poziomem odzwierciedlającego bieżącą sprzedaż. Spodziewamy się dalszej poprawy wyników Atalu w 2018 r., przy czym skala tej poprawy może być wyższa niż wynika z naszych prognoz, zakładając że warunki rynkowe na to pozwolą. Zwracamy uwagę, że Atal w latach **2015-2016 łącznie sprzeda o około 2000 mieszkań więcej niż rozliczy w wyniku finansowym**. Ten swoisty „backlog”, zgodnie z naszą prognozą, nie zostanie rozładowany w wynikach 2017 r., lecz przejdzie na kolejne lata, będąc źródłem bardzo dobrych wyników finansowych w 2018 r.

### Najwyższe ROE w branży

Model biznesowy oparty na szybszej rotacji gruntów naraża spółkę na silniejszy spadek wyników w przypadku gwałtownego wzrostu cen ziemi. Dziś jest jednak jednym ze źródeł ponadprzeciętnej rentowności, tuż obok niskich kosztów realizacji inwestycji (generalne wykonawstwo w grupie) oraz niskich kosztów SG&A (**ROE'17 = 25%**).

## JWC

W latach 2012-2015 oczyszczone o rewaluację wyniki spółki były ujemne. W 2016 r. nastąpiło długo wyczekiwane przełamanie tego trendu w związku z rozpoczęciem przekazania w kluczowym dla spółki projekcie Bliska Wola. Wynikowe eldorado powinno potrwać aż do 2019 r. – według naszych prognoz ostatni rok rozliczenia Bliskiej Woli. Nasze prognozy zakładają 53 mln PLN zysku netto w latach 2016-2017 (P/E=7,5x). Wszystkie projekty składające się na wyniki powyższego okresu są już w budowie. W 2018 r. prognozujemy wzrost zysku netto do 77 mln PLN (P/E=5,2x). Teoretycznie potencjał wynikowy na 2019 r. jest jeszcze wyższy (w oparciu o bieżący bank ziemi). Od dłuższego czasu spółka nie kupuje nowych działek i silnie obniża zadłużenie. W 2017 r. będzie miała wystarczająco dużo czasu i gotówki by powrócić na rynek gruntów. Potencjał JWC po 2019 r. będzie zależał od tego, jak spółka wykorzysta ten czas. Po wzroście kursu o 15% q/q obniżamy pozycjonowanie JWC do „RÓWNOWAŻENIE”. Uważamy, że dyskonto na P/E i P/BV jest uzasadnione brakiem dywidendy i ryzykiem istotnego spadku potencjału po zakończeniu projektu Bliska Wola.

### Zmiany w prognozach

Nasze założenia za stycznia br. względem poziomu przychodów i marż w projekcie Bliska Wola wydają się słuszne, niemniej słabe wyniki 1Q'16 pokazały, że w przypadku innych projektów mogliśmy przeszacować marże. Ponadto w wynikach 1Q'16 oraz 3Q'16 znajdują negatywne zdarzenia jednorazowe o łącznej wartości około 16 mln PLN (sprzedaż ze stratą działki w Łodzi, rezerwa w związku z niekorzystnym wyrokiem sądowym). W konsekwencji **obniżamy o 23%** naszą prognozę ZN'16 do 54 mln PLN. W związku z aktualizacją harmonogramów inwestycji korygujemy naszą prognozę ZN'17 o **-2%** do 54 mln PLN oraz ZN'18 o **+10%** do 77 mln PLN.

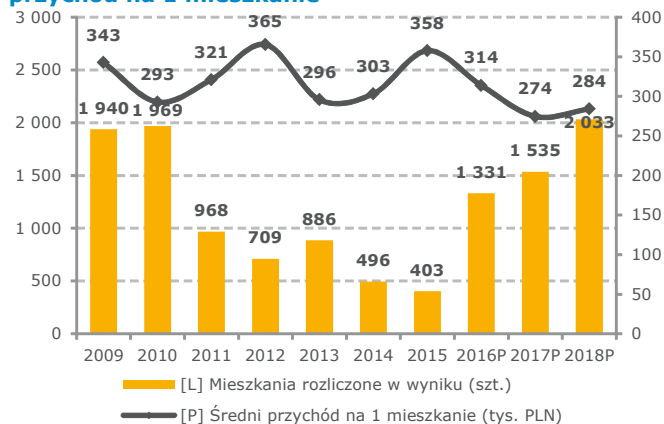
### Prognozy wyników JWC na lata 2016-2018

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	378,6	355,6	327,5	212,8	202,2	474,7	480,0	637,6
Zysk brutto na sprzedaży	101,4	80,4	69,0	41,6	41,2	139,6	124,3	151,7
marża	26,8%	22,6%	21,1%	19,5%	20,4%	29,4%	25,9%	23,8%
EBIT bez rewaluacji	41,4	36,0	34,0	6,9	-6,7	80,1	76,0	102,0
Rewaluacja	22,4	23,6	14,5	28,4	31,3	-2,0	0,0	0,0
EBIT	63,9	59,6	48,5	35,2	24,6	78,1	76,0	102,0
Zysk brutto	39,5	12,3	12,8	11,8	7,3	64,5	66,2	95,5
Zysk netto	31,3	9,6	11,4	8,3	5,7	52,3	53,6	77,4
Zysk netto skorygowany*	13,1	-9,5	-0,3	-14,7	-19,6	53,9	53,6	77,4
Dług netto	574,0	750,0	672,2	504,5	364,9	309,3	278,5	183,8
EV	820,1	996,0	1 044,2	976,9	783,2	713,7	682,8	588,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	7,9	25,8	21,5	48,5	70,5	7,7	7,5	5,2
P/E skorygowane*	18,8	-	-	-	-	7,5	7,5	5,2
P/BV	0,50	0,49	0,48	0,64	0,65	0,60	0,55	0,50

Kurs akcji (PLN)	4,55
Liczba akcji (mln szt.)	88,9
Kapitałizacja (mln PLN)	404,3

Źródło: JWC, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, \*korekta o wynik z wyceny nieruchomości

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, JWC

### Bliska Wola w liczbach

Spśród prawie 3900 lokali, których budowa była prowadzona w 1H'16, około **50%** dotyczy projektu **Bliska Wola**. Projekt ten stanowi ponadto **45%** banku ziemi dewelopera, szacowanego na około **3600 lokali**. Udział Bliskiej Woli w przychodach i przede wszystkim zyskach spółki jest znacznie wyższy z racji dobrej około **35% marży**. Szacujemy, że projekt będzie miał w latach 2016-2018 ponad **70% udział w marży brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego**, a średniorocznie spółka będzie przekazywać **800-900 lokali**.

### Zadłużenie pod kontrolą

Minęły czasy, gdy JWC było najsilniej zadłużonym deweloperem w sektorze, a jednym z głównych tematów, dotyczących spółki była wypłacalność. W ciągu ostatnich dwóch lat **zadłużenie netto** dewelopera spadło o 50% i wyniosło na 06.2016 **319 mln PLN** (w tym 96 mln PLN to kredyt pod TBS). Wskaźnik **dług netto / kapitał własny** wyniósł na koniec czerwca **49%**, co stawia JWC w połowie stawki analizowanych spółek.



## LC Corp

Od czasu naszego komentarza z kwietnia br. LC Corp zaprezentował bardzo dobre wyniki za 1Q i 2Q, w których pochwalił się wyższą od naszych szacunków marżą na sprzedaży mieszkań i wynajmie powierzchni. Spółka zrealizowała również nasze cele sprzedażowe mimo, że start niektórych projektów deweloperskich opóźnił się względem pierwotnych planów (wyższa niż zakładaliśmy efektywność sprzedaży). W związku z powyższym minimalnie podnosimy nasze prognozy oczyszczonego ZN'16 do 95 mln PLN (+4%) oraz ZN'17 do 161 mln PLN (+1%), mimo lekkiej korekty w dół liczby przekazanych w powyższych latach. Prognozy nieoczyszczonego ZN za lata 2016-17 podnosimy odpowiednio o 7% i 21% w związku z szybkim rozpoczęciem realizacji dwóch projektów biurowych we Wrocławiu i w Warszawie. Korygujemy w dół o 5% naszą prognozę ZN'18 (zarówno oczyszczonego, jak i raportowanego) w związku z rozwiązaniem przedwstępnej umowy na zakup kolejnych działek przy ul. Wrocławskiej w Krakowie. Pomimo korekty prognoz, LC Corp jest na P/E'18 = 5,0x najtańszym z analizowanych deweloperów. Podtrzymujemy „PRZEWAŻENIE” akcji LC Corp w portfelu inwestycyjnym.

### Dochodowe projekty biurowe

Na zakupionych za 59 mln PLN dwóch działkach przy ul. Skierniewickiej w Warszawie oraz Piłsudskiego we Wrocławiu LC Corp wybuduje biurowce na odpowiednio 22 800 oraz 20 900 m<sup>2</sup> GLA. We Wrocławiu budowa ruszyła w 3Q'16, a do końca roku ma wystartować projekt w Warszawie. Zakończenie obu inwestycji nastąpi w 1H'18. Konserwatywnie szacowana przez nas marża deweloperska na obu projektach (prezentowana w pozycji „rewaluacja” w latach 2017-18) projektach to 86 mln PLN.

### Segment mieszkaniowy za darmo

Po oddaniu do użytkowania dwóch wspomnianych projektów biurowych portfel pracujących nieruchomości komercyjnych w LC Corp wzrośnie do 194 tys. m<sup>2</sup> GLA. Dla porównania, jest to o około 30% większa powierzchnia niż obecnie w

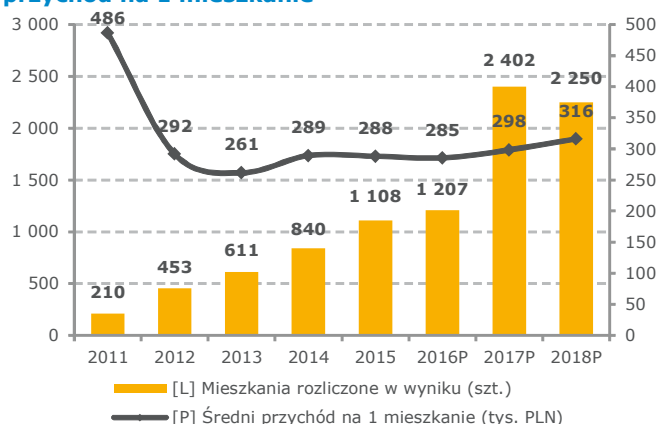
### Prognozy wyników LC Corp na lata 2016-2018

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	146,7	176,4	209,2	358,8	449,9	484,1	869,1	877,3
Zysk brutto na sprzedaży	55,7	60,2	69,8	133,6	171,4	183,6	273,1	290,4
marża	37,9%	34,1%	33,4%	37,2%	38,1%	37,9%	31,4%	33,1%
EBIT bez rewaluacji	41,4	40,0	47,5	118,9	132,3	144,0	229,5	245,4
Rewaluacja	59,2	13,8	40,1	23,3	22,2	-2,1	29,1	46,2
EBIT	100,6	53,9	87,6	142,1	154,5	142,0	258,5	291,7
Zysk brutto	75,3	76,0	84,6	100,1	126,1	110,5	225,3	257,7
Zysk netto	61,3	69,3	73,6	76,3	108,9	86,8	182,5	208,7
Zysk netto skorygowany*	31,4	33,7	37,5	82,4	89,0	95,3	161,2	171,9
Dług netto	163,5	281,6	610,3	636,1	692,6	991,0	1 065,1	1 155,4
EV	1 028,2	1 118,2	1 446,9	1 472,6	1 529,1	1 827,5	1 901,7	1 992,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,18	0,15	0,16
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%	8,0%	8,6%
P/E	13,6	12,1	11,4	11,0	7,7	9,6	4,6	4,0
P/E skorygowane*	26,6	24,8	22,3	10,2	9,4	8,8	5,2	4,9
P/BV	0,83	0,78	0,71	0,67	0,61	0,61	0,56	0,52

Kurs akcji (PLN)	1,87
Liczba akcji (mln szt.)	447,4
Kapitalizacja (mln PLN)	836,6

Źródło: LC Corp, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, \*korekta o wynik z wyceny nieruchomości, kredytów walutowych oraz dyskonto zobowiązań

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, LC Corp

Capital Park lub o 65% mniejsza niż w GTC. Patrząc z jeszcze innej perspektywy, NAV projektów komercyjnych LC Corp (na 30.06.16) to około 1 mld PLN (900 mln PLN uwzględniając rezerwy na podatek odroczone), co stanowi 86% kapitalizacji spółki. Szacowany przez nas FFO Yield portfela nieruchomości LC Corp rośnie z 7,1% w 2016 r. do 9,7% w 2019 r. (5,4-8,0%, gdyby hipotetycznie założyły dodatkową opłatę za zarządzanie portfelem w wysokości 1% aktywów). W naszej ocenie wartość samego segmentu komercyjnego uzasadnia obecną kapitalizację spółki.

### Segment komercyjny za darmo

Patrząc z drugiej strony, uwzględniając jedynie nasze prognozy dla segmentu mieszkaniowego LC Corp jest wyceniony na P/E'17 = 9,1x, P/E'18 = 8,5x oraz P/BV = 1,80x (wysoko jak na obecne standardy, lecz broni się przy ROE~20%). Zaryzykowalibyśmy stwierdzenie, że obecna kapitalizacja LC Corp odzwierciedlałaby wartość godziwą, gdyby dotyczyła jednego z dwóch segmentów działalności spółki.

## Lokum Deweloper

Lokum jest kolejnym obok Archicomu deweloperem mieszkaniowym z Wrocławia, który w najbliższym czasie spróbuje swoich sił na rynku krakowskim. Jest zarazem jednym z najbardziej efektywnych deweloperów notowanych na GPW, co objawia się (1) ponadprzeciętną marżą deweloperską w wysokości około 30%, (2) najwyższą w sektorze efektywnością sprzedaży, (3) niskimi kosztami SG&A na poziomie około 6% przychodów ze sprzedaży, (4) efektywną podatkowo strukturą organizacyjną. Wszystko to składa się na bardzo wysokie ROE, które w ostatnich latach utrzymuje się na poziomie 18-19%. Środki z grudniowej emisji akcji były jednym ze źródeł finansowania dość spektakularnych jak na skalę działalności Lokum zakupów gruntów we Wrocławiu i Krakowie. Podobnie jak w przypadku Archicomu, posiadana przez Lokum gotówka netto zamieni się w dług w drugiej połowie roku wraz z finalizacją zakupów działek. Ogólna sytuacja finansowa spółki pozostanie jednak bezpieczna. W planach dewelopera jest rozpoczęcie budowy ponad 1 000 lokali w 2016 r. oraz kolejnych 1 700 lokali w 2017 r. Gdyby zarządowi udało się w całości zrealizować powyższe cele, nasza prognoza na 2018 r. mogłaby być istotnie przekroczona, a wyniki 2019 r. mogą być wyjątkowo spektakularne. Zalecamy „PRZEWAŻENIE” akcji Lokum w portfelu inwestycyjnym.

### Zakupy gruntów

Od czasu wejścia na giełdę Lokum zabezpieczył grunty o wartości 157 mln PLN i potencjałe ok. 4 300 mieszkań. Działki w 4 lokalizacjach we Wrocławiu kosztowały średnio 550 PLN/PUM, natomiast za 2 duże lokalizacje w Krakowie spółka zapłaciła średnio 900 PLN/PUM. Przy zakładanych cenach sprzedaży mieszkań i stabilnych kosztach budowy marże osiągnięte na nowych gruntach powinny wynieść około 30% – poziom obserwowany obecnie.

### Potencjał sprzedażowy na 2017 r.

Jak wspomnieliśmy we wstępie, efektywność sprzedaży Lokum była w pierwszych 9 miesiącach roku wyjątkowo wysoka – **sprzedaż kwartalna** na poziomie ponad **50% oferty**. Powyższe tempo świadczy o wyjątkowo atrakcyjnej ofercie dewelopera, lecz jest nie do utrzymania, nawet biorąc

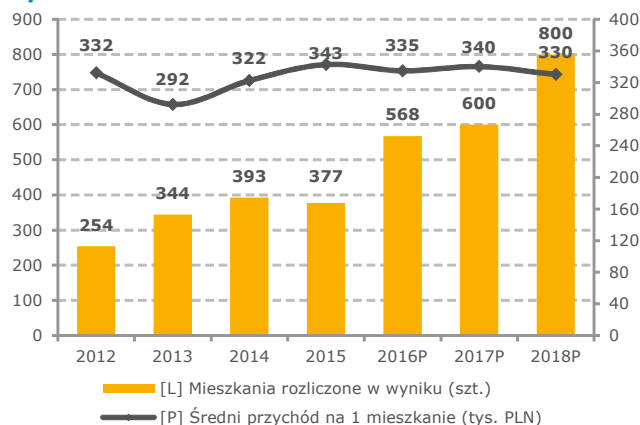
### Prognozy wyników Lokum na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	84,3	100,5	126,7	129,2	190,1	204,0	264,0
Zysk brutto na sprzedaży	17,2	27,1	32,1	44,0	58,0	63,2	73,9
marża	20,4%	27,0%	25,4%	34,1%	30,5%	31,0%	28,0%
EBIT	12,8	22,8	26,2	38,4	46,6	50,6	61,0
Zysk brutto	11,4	22,4	26,1	37,3	43,5	47,2	58,6
Zysk netto*	11,4	20,4	23,8	34,4	40,2	40,7	50,6
Dług netto	18,7	8,0	-0,5	-29,9	43,4	32,6	3,7
EV	218,5	207,8	199,3	209,9	283,1	272,4	243,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,30	0,62	0,73	0,74
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	4,7%	5,5%	5,6%
P/E	17,5	9,8	8,4	7,0	6,0	5,9	4,7
P/BV	1,97	1,64	1,38	1,14	1,00	0,90	0,79

Kurs akcji (PLN)	13,32
Liczba akcji (mln szt.)	18,0
Kapitalizacja (mln PLN)	240

Źródło: Lokum, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; \*zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Lokum

pod uwagę, że 2 z 3 kluczowych projektów sprzedawanych w 2016 r. będą również kontynuowane w 2017 r. (Victoria, di Trevi). Łącznie w 2017 r. Lokum będzie posiadał w ofercie 5 inwestycji: 3 we Wrocławiu i 2 w Krakowie. Szacujemy że silna oferta w Krakowie w połączeniu z rozbudowaną ofertą wrocławską pozwolą na wzrost sprzedaży o ponad 30% w 2017 r. do około 800 lokali.

### Potencjał wyników na lata 2017-2018

Na koniec września Lokum prowadził budowę 570 mieszkań i posiadał bank ziemi na kolejne 4 100 lokali (porównywalny z Archicomem). W 2017 r. ma być zakończona budowa zaledwie 638 lokali, stąd pozytywne zaskoczenie względem naszych prognoz jest mało prawdopodobne (istnieje ryzyko dla prognoz w przypadku opóźnień na budowach). Zupełnie inaczej wyglądają perspektywy 2018 r. Gdyby prezentowane przez zarząd harmonogramy budów zostały wykonane, w 2018 r. Lokum mógłby zakończyć realizację ponad 1 300 lokali, scenariusz wydaje się nam mało realny nie tylko ze względu na ograniczenia organizacyjne i administracyjne, ale również rynkowe (start kolejnych etapów zależy od tempa sprzedaży w poprzednich). Kwestia wyników 2018 jest jednak otwarta, a nasze prognozy nie dyskontują optymistycznego scenariusza.

## Polnord

W pierwszych kwartałach 2016 r. Polnord nie zaskoczył w niczym pozytywnie, a w kilku kwestiach wypadł poniżej naszych oczekiwań. Pod względem zachowania kursu jest zdecydowanie najslabszą spółką w sektorze (-39% YTD) i nie spodziewamy się, by do końca roku ten stan rzeczy uległ zmianie. Pierwszym rozczarowaniem w tym roku jest spadek sprzedaży mieszkań o 3% w okresie 9M'16 vs. rynkowa średnia +11% (baza 2015 r. wcale nie była wysoka). Wynika to zarówno ze spadku efektywności sprzedaży o 2 p.p. r/r do 21%, jak również z późniejszego rozpoczęcia nowych projektów. Obniżamy naszą prognozę sprzedaży mieszkań w Polnordzie o 13% do 1 040 szt. Druga rozczarowująca kwestia to słaby cash flow z działalności operacyjnej i wzrost zadłużenia netto o 3% względem końca 2015 r. do 393 mln PLN na koniec 06.2016. Przy braku zakupów dużych działek liczyliśmy na spadek zadłużenia. Polnord jest notowany na najniższym w sektorze wskaźniku P/BV=0,4x, adekwatnym do prognozowanej niskiej rentowności kapitałów własnych (ROE'16=1,1%, ROE'17=3,5%). Katalizatorem wzrostu kursu Polnordu mogłoby być odzyskanie gotówki ze źródeł poza głównym obszarem działalności (sprzedaż zbędnego majątku, odszkodowania od Warszawy i MPWiK), na co jednak możemy dłużej poczekać. Podtrzymujemy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Polnordu w portfelu inwestycyjnym.

### Słaby 2016 r.

Obniżamy naszą prognozę ZN'16 o 40% do 8,1 mln PLN, w następstwie wolniejszego tempa przekazania mieszkań. Uważamy, że istnieje **ryzyko dalszych odpisów wartości nieruchomości** (nie zakładane w prognozach), choć o mniejszej skali niż to miało miejsce w wynikach za 2015 r. Dogodny moment na tego typu konserwatywne działania widzimy przy okazji publikacji wyników rocznych. Po roku funkcjonowania, zarząd Polnordu będzie miał dokładny obraz sytuacji w spółce, czego nie mona było oczekiwać w marcu

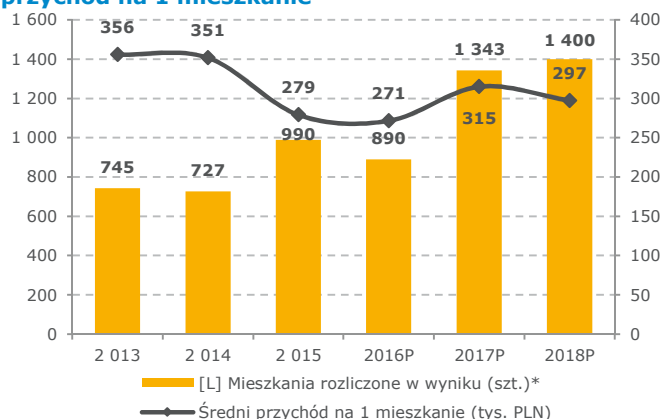
### Prognozy wyników Polnordu na lata 2016-2018

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	289,1	289,1	196,7	183,2	250,6	187,2	334,8	323,1
Zysk brutto na sprzedaży	51,8	29,4	24,2	39,8	-26,4	43,3	51,5	57,3
marża	17,9%	10,2%	12,3%	21,7%	-10,6%	23,1%	15,4%	17,7%
Zysk ze sprzedaży	-12,4	-18,8	-2,0	12,8	-55,1	15,2	24,1	29,7
EBIT bez rewaluacji	75,3	69,3	-28,7	21,7	-87,2	5,1	22,6	28,2
Rewaluacja	1,1	87,1	6,1	2,0	-31,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	76,4	156,4	-22,6	23,8	-118,8	5,1	22,6	28,2
Koszty finansowe netto	-11,0	-123,1	-38,5	-23,9	-31,0	-9,5	-10,4	-9,8
Zysk z projektów JV	0,0	-0,2	4,8	11,4	11,6	12,4	16,1	13,6
Zysk brutto	65,4	33,1	-56,3	11,3	-138,1	8,1	28,3	31,9
Zysk netto	70,9	25,7	-41,1	20,5	-136,4	8,1	25,9	28,5
Dług netto	650,3	635,9	503,7	427,8	380,2	365,5	350,0	315,1
EV	951,1	936,7	804,3	727,8	682,2	662,9	650,5	614,7
DPS	0,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	4,2	11,7	-	14,7	-	36,9	11,6	10,6
P/BV	0,23	0,23	0,22	0,28	0,41	0,41	0,40	0,38

Kurs akcji (PLN)	9,20
Liczba akcji (mln szt.)	32,7
Kapitalizacja (mln PLN)	300,8

Źródło: Polnord, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Polnord, \*liczba mieszkań rozliczonych w wyniku ważona udziałem Polnordu w projekcie

br., gdy publikowane były wyniki roczne za 2015 r. Nie bez znaczenia jest też fakt słabych wyników w tym roku i słabe zachowanie kursu.

### Słaby bank ziemi

Obawiamy się, że bank ziemi Polnordu na lata 2017+ jest słaby zarówno ilościowo, jak i jakościowo (trudno go ocenić z uwagi na brak szerszego komentarza w prezentacjach spółki). O ile nasze prognozy na **2017 r. (podniesione o 1%)** szacujemy w oparciu o realizowane projekty, prognozy na **2018 r. (obniżone o 19%)** wciąż są oparte na skąpych danych.

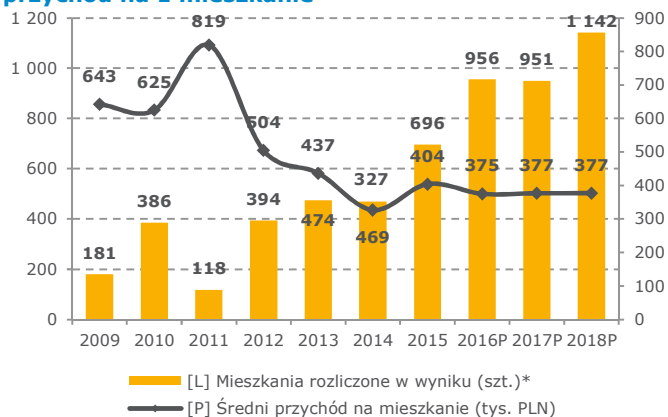
### Odszkodowania od miasta

Przypominamy, że w aktywach Polnordu znajdują się roszczenie wobec m.st. Warszawy oraz MPWiK na łącznie **104 mln PLN**, biurowce na Wilanowie o szacunkowej wartości rynkowej ok. **120 mln PLN**, a w aktywach pozabilansowych roszczenia i należności na **352 mln PLN**.

## Ronson

Tegoroczna sprzedaż mieszkań w Ronsonie jest sporym rozczarowaniem, spowodowanym opóźnieniem w realizacji nowych inwestycji: Nova Królikarnia i Miasto Moje oraz słabym tempem sprzedaży na niektórych starych projektach. Łącznie w okresie 9M'16 liczba zawartych umów sprzedaży spadła o 17% r/r, co jest najslabszym wynikiem wśród 10 analizowanych spółek. Na P/BV Ronson jest notowany z około 10% dyskontem do grupy porównawczej, które jest jednak uzasadnione wyraźnie niższą od konkurencji rentownością (ROE'16-17 = 7,5% vs. średnio 11-12% w sektorze). Co istotne, prognozowane przez nas wyniki w latach 2016-2018 są oparte o znacznie wyższą liczbę lokali niż wynosi tegoroczna sprzedaż Ronsona. Pojawia się więc pytanie, czy prognozowany ZN'16-18 jest dobrym odzwierciedleniem potencjału spółki w długim terminie, szczególnie w obliczu obecnej kiepskiej efektywności sprzedaży? Dużo będzie zależało od tempa sprzedaży mieszkań w opóźnionych warszawskich inwestycjach spółki. Przypominamy, że Miasto Moje jest największym projektem w historii spółki, szacowanym na ok. 1500 lokali, który ma napędzać statystyki sprzedaży w najbliższych latach. Po około 20% spadku kursu w ostatnich dwóch kwartałach liczymy na poprawę sentymentu do spółki w związku ze: (1) spodziewanym odbiciem sprzedaży w 4Q'16, (2) wyraźną poprawą wyników 2H'16, (3) relatywnie wysokim DYield (7-8%). Z powyższego względu podnosimy pozycjonowanie akcji Ronsona do „RÓWNOWAŻENIA”.

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Ronson, \*liczba mieszkań rozliczonych w wyniku ważona udziałem Ronsona w projekcie

### Zmiany w prognozach

Słaba sprzedaż mieszkań w 9M'16 była źródłem rewizji szacunków zarządu na początku października odnośnie tegorocznej sprzedaży i przekazania. W 2016 r. Ronson planuje przekazać ponad 900 lokali (wobec 1000+ wcześniej), a sprzedać ich około 800 (wobec 900+ wcześniej). W związku z powyższym, korygujemy naszą prognozę ZN'16 o -14% do 34,4 mln PLN. Jednocześnie korygujemy prognozę ZN'17 o +5% do 35,1 mln PLN, zakładając przesunięcie części tegorocznych przekazania na 2017 r. Nie zmieniamy istotnie naszej prognozy na 2018 r.

### Struktura przekazania

W naszych szacunkach około 40% zysku za 2017 r. oraz 57% zysku za 2018 r. generują dwa wspomniane wcześniej opóźnione projekty: Nova Królikarnia oraz Miasto Moje. Sukces powyższych inwestycji jest kluczowy dla naszych prognoz na najbliższe lata. W prognozach na 2018 r. nie uwzględniamy projektu na zakupionej w 2016 r. działki w Poznaniu na około 300 mieszkań, który teoretycznie może zakończyć się w 2018 r. (I etap).

### Prognozy wyników Ronsona na lata 2016-2018

(mIn PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	96,7	198,8	207,0	153,2	281,4	358,6	307,9	395,5
Zysk brutto na sprzedaży	22,7	50,4	42,6	11,9	51,2	75,3	64,3	85,6
marża	23,5%	25,4%	20,6%	7,8%	18,2%	21,0%	20,9%	21,6%
Zysk z projektów JV	0,0	0,0	-0,7	-0,3	-0,7	-0,8	10,1	6,9
EBIT	0,8	26,3	18,1	-15,8	26,4	46,3	47,3	63,4
Zysk brutto	5,4	28,3	17,1	-18,7	20,3	40,1	40,9	57,1
Zysk netto	6,8	31,7	18,6	-15,4	19,4	34,4	35,1	47,6
Dług netto	116,7	155,3	111,8	165,6	148,6	154,6	163,1	153,1
EV	485,9	524,2	478,7	532,7	515,3	523,0	532,7	522,6
DPS	0,00	0,00	0,03	0,00	0,04	0,08	0,09	0,10
DYield	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	3,0%	6,0%	6,7%	7,5%
P/E	53,5	11,5	19,6	-	18,9	10,6	10,4	7,7
P/BV	0,86	0,80	0,79	0,81	0,80	0,78	0,76	0,73

Kurs akcji (PLN)	1,34
Liczba akcji (mln szt.)	272,4
Kapitalizacja (mln PLN)	365,0

Źródło: Ronson; prognozy Domu Maklerskiego mBanku

## Vantage Development

Mieszanka działalności mieszkaniowej i komercyjnej słabo się sprzedaje na polskim rynku kapitałowym, a Vantage jest tego kolejnym przykładem. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy, jest przykładanie przez rynek zbyt wysokiej wagi do ryzyka związanego z zadłużeniem, w sytuacji gdy znaczna część zadłużenia dotyczy segmentu komercyjnego – tradycyjnie wysoko zalewarowanego. W Vantage dodatkowym problemem w ostatnich latach były bardzo niskie wyniki finansowe oczyszczone o rewaluację. Sytuacja ta ulegała stopniowej poprawie w latach 2014-2016, natomiast w 2017 r. nastąpił skokowy wzrost wyników w związku z silną rozbudową segmentu mieszkaniowego. W okresie 2014-2015 Vantage był najsilniej rosnącą pod względem wolumenów sprzedaży spółką notowaną na GPW (CAGR'14-15=82%). W 2016 r. również znalazł się w czołówce sprzedaży. Kumulacja przekazań mieszkań nastąpiła w latach 2017-2018. Notowany z ponad 40% dyskontem do grupy porównawczej na P/BV oraz z około 20% dyskontem na P/E'17-18 Vantage Development jest jedną z najtańszych spółek w sektorze. Zalecamy „PRZEWAŻENIE” akcji Vantage Development w portfelu inwestycyjnym.

### Bezpieczna struktura zadłużenia

Ze wskaźnikiem **dług netto/kapitał własny** na poziomie **68%** Vantage plasuje w czołówce najsilniej zadłużonych deweloperów w sektorze. Pod względem zadłużenia spółkę wyprzedza Robyg. Nieco niższy poziom długu występuje w LC Corp (również mocno zaangażowanym w segment komercyjny). Na koniec czerwca br. **88%** zobowiązań odsetkowych Vantage Development miało **zapadalność powyżej 2 lat**. Krótszy termin spłaty dotyczył obligacji o wartości 31 mln PLN, które teoretycznie mogłyby być spłacone ze środków pieniężnych, które posiada spółka. Około **50% zadłużenia** stanowią kredyty inwestycyjne i leasingi **refinansujące pracujące nieruchomości spółki**. Spółka nie ma problemu z obsługą tego zadłużenia. W 1H'16 NOI segmentu komercyjnego pokrywał koszty odsetek (w tym część kosztów segmentu mieszkaniowego) na poziomie **1,8x**.

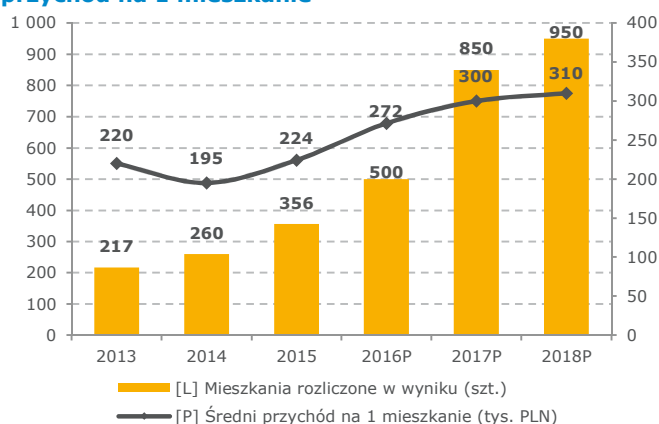
### Prognozy wyników Vantage Development na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	14,3	56,7	61,8	95,4	115,8	275,0	315,4
Zysk brutto na sprzedaży	3,3	8,4	14,0	24,9	26,7	56,9	67,7
marża	23,2%	14,8%	22,7%	26,1%	23,0%	20,7%	21,5%
EBIT bez rewaluacji	-19,7	-0,2	5,0	11,2	12,0	40,7	50,7
Rewaluacja	11,9	4,5	6,3	5,6	9,6	0,0	0,0
EBIT	-7,8	4,3	11,3	16,8	21,6	40,7	50,7
Zysk brutto	-11,3	0,3	6,2	9,1	19,2	32,9	43,5
Zysk netto	-4,7	4,7	10,0	12,0	19,2	26,6	35,2
Zysk netto korygowany*	-14,4	1,0	4,8	7,5	11,4	26,6	35,2
Dług netto	52,8	49,7	156,4	183,0	248,0	245,0	250,2
EV	211,1	223,9	330,6	357,2	422,0	419,6	424,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,16	0,16
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	5,9%	5,7%
P/E	-	37,5	17,5	14,5	8,5	6,5	4,9
P/E korygowane*	-	170,7	36,0	23,4	14,9	6,5	4,9
P/BV	0,54	0,55	0,54	0,52	0,50	0,48	0,45

Kurs akcji (PLN)	2,79
Liczba akcji (mln szt.)	62,4
Kapitalizacja (mln PLN)	174,2

Źródło: Vantage Development, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, \*korekta o wynik z wyceny nieruchomości, kredytów walutowych

### Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średni przychód na 1 mieszkanie



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Vantage Development

### Segment mieszkaniowy

Historycznie bank ziemi Vantage był zdominowany przez duży obszar inwestycyjny w północnym Śródmieściu, który nie pozwalał na osiągnięcie odpowiedniej skali sprzedaży. W ostatnich latach za pieniądze z obligacji spółka mocno zdywersyfikowała portfel gruntów we Wrocławiu, wchodząc jednocześnie do Warszawy. Na koniec czerwca 2016 r. Vantage posiadał **w budowie 1100 lokali** oraz kolejne **2400 w banku ziemi** (7 lokalizacji).

### Segment komercyjny

Na 30.06.2016 portfel ukończonych nieruchomości składał się z **4 biurów** we Wrocławiu oraz **1 obiektu handlowego** w Zielonej Górze o łącznej powierzchni **27,4 tys. m<sup>2</sup> GLA** oraz wartości bilansowej **186,3 mln PLN**. Obiekty są wynajęte średnio w **78%** i generują około **10 mln PLN** bieżącego **NOI**. Ponadto w 3Q'16 zakończono budowę kolejnego biurowca we Wrocławiu o pow. **10 tys. m<sup>2</sup>**. (źródło rewaluacji w 2016 r.). Vantage posiada grunt pod kolejne biurowce o pow. **62 tys. m<sup>2</sup>**.





## Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieleny przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

## Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM, Stelmet. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

## Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)