

czwartek, 6 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Deweloperzy mieszkaniowi

Polska

Bardziej wymagający rynek nie zaszkodzi na razie najmocniejszym

Po odwróceniu trendu wzrostowego w 2018 r. oczekujemy, że rok 2019 może przynieść dalszy spadek wolumenów sprzedaży (rzędu 5-7%), choć są też takie rynki, które notują kolejne rekordy sprzedaży (jak Łódź i Poznań). Sądzymy, że przy dynamicznym wzroście cen mieszkań w 2018 r. część popytu o wysokiej wrażliwości cenowej mogła zostać „odcięta”. Popyt w grupie zamożnych klientów powinien być stabilny (dobre makro, wzrost zamożności, niski koszt pieniądza), co sugeruje również popularność lokali o wyższym standardzie. Również popyt inwestycyjny powinien być silny (choć niższy r/r), a w dłuższym terminie oczekivalibyśmy jego systematycznego obniżenia, z uwagi na rosnącą podaż (dynamiczny rozwój hoteli i condo, prywatne akademiki) i ryzyko obniżenia rentowności najmu. Mimo wyższej r/r oferty 1Q'19, widzimy ryzyko ograniczenia podaży. W rezultacie, uważamy, że w obecnym otoczeniu mogą zyskać ci deweloperzy, którzy są lepiej przygotowani podażowo. Takí scenariusz zakładamy dla Atalu. Podwyższamy rekomendację dla Atalu do akumuluj i podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Dom Development.

Popyt wciąż relatywnie silny

Wolumen sprzedaży mieszkań w 1Q'19 był porównywalny q/q (16,5 tys. lokali), czemu sprzyjało utrzymanie relatywnie wysokiej oferty. Podobny wynik zaraportowali deweloperzy GPW (-2% q/q). Niski zapas gotowych lokali (trend spadkowy od 2013) i efektywność sprzedaży >30% wskazują, że rynek mieszkaniowy nadal jest relatywnie mocny. Nabywcy lokali na wynajem wciąż stanowią silną grupę, ale widzimy kilka przesłanek, które mogą osłabić pozytywny sentyment do zakupów inwestycyjnych, a rosnąca dostępność nowych form przenosi część popytu na najem z tradycyjnego segmentu mieszkaniowego do nowych form inwestycyjnych.

Początek roku z wyższą ofertą, ale czy uda się ją utrzymać?

W 1Q'19 deweloperzy utrzymali wysoki poziom ofert (51,1 tys. lokali). Jednak utrzymujący się trend spadku wydanych pozwoleń na budowę na 6 głównych rynkach (-25% r/r w 1Q'19 i -10% TTM), może przełożyć się na presję podażową w kolejnych kwartałach.

Brak perspektyw do spadku cen

Oczekujemy, że relatywnie wciąż wysokie tempo sprzedaży (3 kwartały), przy presji po stronie podażowej i utrzymujących się wysokich kosztach budowlanych, przełoży się na dalszy wzrost cen mieszkań w 2019 r., choć z niższą r/r dynamiką (rzędu 3-4%). Spready między ceną ofertową a ceną transakcyjną nieznacznie się zwiększyły, ale naszym zdaniem dalej wskazują, że „próg bólu” jeszcze nie został osiągnięty.

Wyższa wycena uzasadniona wyższym ROE i dywidendą

Dom Development i Atal mają przed sobą perspektywę dobrych i stabilnych zysków w latach 2019-21 (DOM średnio +3% vs. 2018, Atal -10%). Efektywność ich biznesu pozwala osiągać atrakcyjne rentowności na tle konkurencji, przy średnim ROE dla Atalu 21% w latach 2019-21 (na naszych prognozach) i 22% dla Dom Development. Uzasadnia to premię na mnożnikach P/E i P/BV w wycenie porównawczej. Wysokie zyski przekładają się także na stabilny i relatywnie wysoki potencjał dywidendowy (DYield około 11%), który dodatkowo jest wspierany (1) w Atalu ograniczonymi potrzebami inwestycyjnymi, (2) w DOM komfortową sytuacją bilansową (DN/kapitały 8%), która nawet przy realizacji w pełni planu akwizycji gruntów (zwiększającego bank ziemi +50-70%) generowałaby gearing do 30%, dalej poniżej poziomu tego wskaźnika dla wielu deweloperów (1AT, LCC, RON).

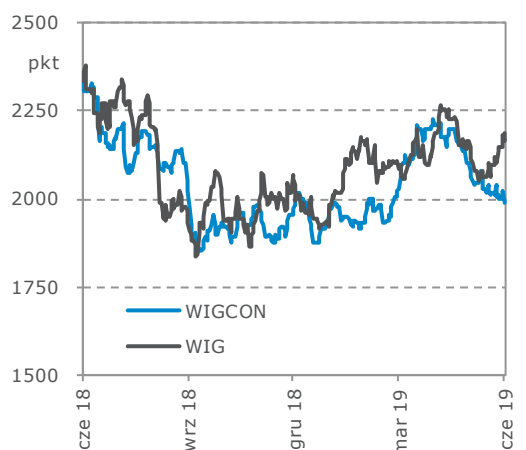
| Spółka | Kurs YTD | P/BV 2019P | P/BV 2020P | P/E 2020P | P/E 2021P | DYield 2019P | DYield 2020P | DYield 2021P |
|----------|----------|------------|------------|-----------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| Atal | +39,6% | 1,77 | 8,4 | 8,8 | 7,9 | 12,0% | 10,9% | 10,4% |
| Dom Dev. | +30,2% | 1,97 | 9,2 | 8,3 | 9,1 | 11,0% | 10,8% | 12,0% |

| | |
|-------------------|--------|
| WIG-Nieruchomości | 2 116 |
| WIG | 57 602 |
| P/E 2019P | 9,26x |
| P/BV 2019P | 0,97x |

Rynek nieruchomości mieszkaniowych

Mimo, że rok 2018 r. przyniósł odwrócenie trendu wzrostowego na rynku mieszkaniowym, a oczekiwane w kolejnych latach spowolnienie gospodarki może sugerować, że szczyt optymizmu konsumentów mamy już za sobą, to nie ma obecnie przesłanek do strukturalnego załamania popytu na rynku mieszkaniowym. Popyt konsumpcyjny wciąż pozostaje silny (przy efektywności sprzedaży >30%), czemu sprzyja wzrost zamożności, niski koszt pieniądza i niskie bezrobocie. Z drugiej strony, widzimy również przesłanki do spadku oferty mieszkaniowej w najbliższych kwartałach. Oczekujemy, że (1) wysoki poziom cen wprowadzanych do oferty, (2) przy niższym lecz stabilnym popycie oraz (3) obecności czynników hamujących podaż, przełożą się na dalszy wzrost cen mieszkań w 2019 r., lecz przy niższej r/r dynamice. Po wzroście kosztów budowlanych w 2018 r., deweloperzy wskazują na ich stabilizację, choć na wyższym poziomie. Potencjalne uruchomienie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego może generować kolejny impuls do dalszych podwyżek cen.

Kurs WIG-Nieruchomości na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|----------|---------------|-------|--------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| Atal | 43,16 | 41,03 | akumuluj | trzymaj |
| Dom Dev. | 82,65 | 84,40 | trzymaj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|----------|--------------|---------------|------------------|
| | Atal | 39,10 | 43,16 |
| Dom Dev. | 82,00 | 82,65 | +0,8% |

Analitik:

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
Aleksandra.Szklarczyk@mbank.pl

czwartek, 6 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Atal: akumuluj (podwyższona)

1AT PW; 1AT.WA | Deweloperzy, Polska

Atal skorzysta na lepszym przygotowaniu podażowym

Bardzo dobre przygotowanie ofertowe Spółki na rok 2019 przełożyło się na wzrost wolumenów sprzedaży o 18% w ciągu 4 miesięcy. W efekcie Zarząd podwyższył cel sprzedaży do 2,8 tys. (vs. 2,5 tys. i 2,4 tys. w 2018 r.). Jest to realny scenariusz biorąc pod uwagę odbudowę oferty (po jej spadku w '18) na kluczowych rynkach i rozbudowę na rynkach wzrostowych (Katowice, Poznań). Również w Trójmieście Atal ma przestrzeń do wzrostu swoich udziałów (2,4% w '18). Atal powinien korzystać zatem na lepszym przygotowaniu ofertowym, bowiem podczas gdy oferta na głównych rynkach na koniec 2018 roku była 5% wyższa r/r, oferta Atal wzrosła w tym czasie o 77%. Oczekujemy, że przełoży się to na wzrost sprzedaży o 14% w 2019 r. Tym samym ryzyko spadku wyników w 2021 r. wydaje się być ograniczone. W efekcie podwyższamy naszą prognozę na 2021 r. Szacujemy poziom przekazań na 2,6 tys. w '19 (-4% r/r) i ich wzrost do 2,8 tys. w '20 i niecałe 2,9 tys. w '21, przy zysku netto w 2019-21 na poziomie 181/172/192 mln PLN. Stabilne zyski, komfortowa sytuacja bilansowa i ograniczone potrzeby akwizycji nowych gruntów powinny wspierać poziom wypłaty dywidend w kolejnych latach. Podwyższamy rekomendację do akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 43,16 PLN.

Lepsze przygotowanie ofertowe wspiera wyniki...

Podczas gdy oferta w wielu spółkach spadła w 2018 r., Atal zwiększył swoją ofertę o 77% r/r, dodając 4,4 tys. mieszkań. W 2019 r. Spółka nie zwolniła tempa i już wprowadziła 1,2 tys. lokali. W efekcie jej udział w łącznej podaży 6 miast wzrósł z 5% do 7%. Oczekujemy, że (1) odbudowa oferty na kluczowych rynkach (Warszawa, Kraków) i (2) zwiększenie obecności na rynkach wzrostowych (Poznań, Katowice), przełoży się na wzrost wolumenów sprzedaży w 2019 r., zabezpieczając tym samym atrakcyjne wyniki w 2021 r. Po 4 miesiącach wolumen sprzedaży wzrósł o 18% r/r, a Zarząd podwyższył cel sprzedaży z 2,5 tys. do 2,8 tys. lokali (vs. 2,4 tys. w '18).

...i przy atrakcyjnym banku ziemi...

Sam potencjał banku ziemi Atalu jest jeszcze wyższy i przewyższa średnią spółek giełdowych. Na koniec 1Q'19 Atal posiadał najwyższy w historii bank ziemi na 12,6 tys. lokali (5,2-letnia sprzedaż vs. 3,8 w '17). W 2018 r. Spółka istotnie zwiększyła jego potencjał w Poznaniu, Łodzi, Katowicach i we Wrocławiu. Naszym zdaniem obecne potrzeby inwestycyjne występują głównie w Warszawie i Krakowie. Wysoki bank ziemi zabezpieczony po relatywnie niskich cenach, będzie także wspierał marże Spółki vs. konkurencja w najbliższych latach.

...daje przestrzeń do utrzymania solidnych dywidend

W 2019 r. Atal wypłaci dywidendę DPS PLN 4,70, co oznacza wzrost o 32% r/r (historycznie najwyższą). Biorąc pod uwagę (1) perspektywę relatywnie stabilnych zysków w 2019-21, (2) ograniczone potrzeby inwestycyjne i (3) stabilną sytuację bilansową, Atal ma potencjał do utrzymania wysokiego poziomu wypłaty dywidend, który prognozujemy na poziomie DPS 4,0-4,3 PLN z zysków za 2019-21, przy DYield >10%.

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------|-------|---------|-------|-------|---------|
| Przychody | 865,8 | 1 055,0 | 974,9 | 999,0 | 1 109,6 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 247,6 | 283,5 | 265,8 | 261,7 | 288,4 |
| marża | 28,6% | 26,9% | 27,3% | 26,2% | 26,0% |
| EBIT | 222,0 | 259,6 | 234,6 | 227,4 | 252,4 |
| Zysk netto | 171,2 | 200,7 | 180,8 | 172,5 | 191,5 |
| P/E | 8,8 | 7,5 | 8,4 | 8,8 | 7,9 |
| P/BV | 1,90 | 1,76 | 1,77 | 1,75 | 1,68 |
| EV/EBITDA | 7,7 | 7,1 | 7,7 | 8,1 | 7,4 |
| DPS | 1,68 | 3,54 | 4,70 | 4,26 | 4,06 |
| DYield | 4,3% | 9,1% | 12,0% | 10,9% | 10,4% |

| | |
|--------------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca | 39,10 PLN |
| Cena docelowa | 43,16 PLN |
| Kapitalizacja | 1 514 mln PLN |
| Free float | 176 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 0,6 mln PLN |

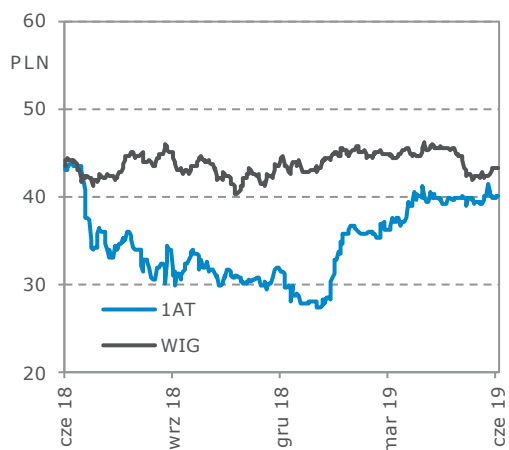
Struktura akcjonariatu

| | |
|----------------------|--------|
| Juroszek Investments | 83,21% |
| Pozostali | 16,79% |

Profil spółki

Atal jest deweloperem mieszkaniowym działającym na siedmiu największych rynkach w Polsce. Spółka zadebiutowała na GPW w czerwcu 2015 r. Atal jest drugim deweloperem giełdowym pod względem wolumenu sprzedaży mieszkań (ok. 2,4 tys. lokali w 2018 r.). Spółka jest jednym z liderów rynku w Łodzi, Katowicach. W Krakowie, Warszawie i Wrocławiu jej udziały wyniosły w 2018 r. odpowiednio około 2,8%, 1,9% i 5%. W 2016 r. Atal rozpoczął także pierwsze inwestycje w Poznaniu i Trójmieście, osiągając w 2018 r. udział odpowiednio ok. 3,5% i 2,4%.

Kurs akcji Atalu na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|--------|---------------|-------|--------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| Atal | 43,16 | 41,03 | akumuluj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| | Atal | 39,10 | 43,16 |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------------------|-----------|-------|--------|
| | Przychody | +4,1% | -0,0% |
| EBIT | +7,9% | +1,0% | +17,3% |
| Zysk netto | +8,1% | -0,6% | +15,9% |

Analitik:

Aleksandra Szklarczyk
 +48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl

czwartek, 6 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Dom Development: trzymaj (podtrzymana)

DOM PW; DOMP.WA | Deweloperzy, Polska

Stabilny biznes ze stabilną dywidendą

Cele wyznaczone przez Zarząd Dom Development na 2019 r. zakładają zakończenie budowy 3,2 tys. mieszkań i przekazanie ~3,5 tys. lokali. Po 1Q'19 wykonanie celu przekazań wynosi 35%. Naszym zdaniem ryzyko opóźnień w 2019 jest ograniczone biorąc pod uwagę skalę finalizacji budów w 2018 r. (4,4 tys.). Ze względu na ambitny plan uruchomienia nowych projektów nieznacznie podwyższamy łączną prognozę przekazania na lata 2020-21 do średnio 3,6 tys. rocznie (+3,2% vs. poprzednio) oraz ZN'20-21 o 6%. W 2020 r. oczekujemy, że niższy poziom przekazania zostanie zniwelowany efektem Spółka pokaże kolejny rekord wyników (+12% r/r). Zysk netto w latach 2019-21 prognozujemy odpowiednio na 222/247/225 mln PLN. Stabilny poziom wyników, przy mocnym bilansie, powinien przekładać się również na stabilny poziom oczekiwanych dywidend. W 2019 r. Zarząd zarekomendował rekordową dywidendę 9,05 PLN na akcję (+19% r/r). Uważamy, że Spółka ma potencjał utrzymać DY > 11% także w latach 2019-21. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 82,65 PLN.

Wzrost wydatków na akwizycję nowych gruntów

Po 15% spadku wydatków na grunty w 2018 r. (300 mln PLN), w 1Q wydatki wyniosły już 150 mln PLN. DOM istotnie zwiększył bank ziemi w Trójmieście i Wrocławiu, lecz wyprzedził się potencjał w Warszawie. W efekcie DOM planuje zintensyfikować akwizycję nowych gruntów, a wydatki w całym 2019 r. mogą wynieść nawet do 500 mln PLN. Na koniec 1Q'19 łącznie bank ziemi i oferta zabezpieczyły poziom 2,8-letniej sprzedaży. Warty uwagi jest tu posiadany przez DOM bank gruntów kontrolowanych, który przekładałby się na zwiększenie potencjału do 4,1-letniej sprzedaży i pozwolił na istotne uzupełnienie banku ziemi także w Warszawie z 5 tys. do 8 tys.

Spadek w stolicy kompensuje wzrost na rynkach lokalnych

Mimo niższej oferty o 9% vs. średnia w '18, w 1Q'19 Dom Development pokazał solidny wzrost wolumenów (+9% r/r). W najbliższym czasie Spółka zakłada odbudowę oferty do 3 tys. W całym 2019 r. DOM planuje rozpocząć budowę 3,9 tys. mieszkań (najwięcej w historii), z czego 1 tys. uruchomiono w 1Q. Powinno to wspierać wolumen sprzedaży. Biorąc jednak pod uwagę jej strukturę, w 2019 spodziewamy się dalszego spadku sprzedaży w Warszawie, przy wzroście w Trójmieście i Wrocławiu, gdzie dotychczasowy udział Spółki był relatywnie niższy i przy rozbudowanej ofercie (szczególnie w Trójmieście) generuje przestrzeń do zwiększenia udziałów w rynku.

Wsparcie dla marż

W związku ze wzrostem kosztów budowlanych, (1) DOM zwiększył udział projektów realizowanych „własnymi siłami”. Szacujemy, że ich udział wzrośnie ze średnio 20% w 2018-19 do 45% w 2020. Będzie to wsparciem dla marż w najbliższych latach. Na tle konkurencji marże DOM będą wspierane także przez (2) mniejszy wpływ alokacji ceny nabycia Euro Styl na wyniki w 2019-20, (3) rozliczenie projektów z wyższą marżą w 2020 r., (4) ekspozycję na segment lokali o podwyższonym standardzie. W efekcie prognozujemy marżę deweloperską na 26,4%, 26,9% i 26,2% w 2019-21.

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 1 404,7 | 1 653,9 | 1 688,0 | 1 806,2 | 1 781,0 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 385,7 | 455,1 | 446,4 | 485,4 | 466,2 |
| marża | 27,5% | 27,5% | 26,4% | 26,9% | 26,2% |
| EBIT | 235,4 | 282,0 | 277,1 | 308,6 | 282,7 |
| Zysk netto | 190,7 | 227,0 | 222,4 | 246,8 | 225,4 |
| P/E | 10,7 | 9,0 | 9,2 | 8,3 | 9,1 |
| P/BV | 2,03 | 1,96 | 1,97 | 1,92 | 1,96 |
| EV/EBITDA | 8,7 | 7,3 | 8,3 | 7,6 | 8,5 |
| DPS | 5,05 | 7,60 | 9,05 | 8,87 | 9,84 |
| DYield | 6,2% | 9,3% | 11,0% | 10,8% | 12,0% |

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca | 82,00 PLN |
| Cena docelowa | 82,65 PLN |
| Kapitalizacja | 2 056 mln PLN |
| Free float | 513 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 0,97 mln PLN |

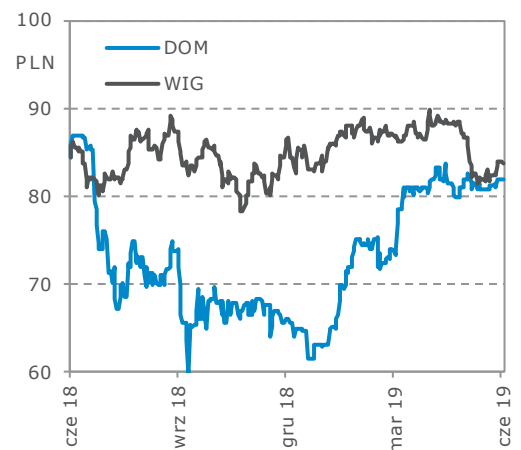
Struktura akcjonariatu

| | |
|----------------------|--------|
| Dom Development B.V. | 56,47% |
| Jarosław Szanajca | 5,80% |
| Aviva PTE | 5,24% |
| Grzegorz Kiełpisz | 5,11% |
| Pozostali | 27,38% |

Profil spółki

Dom Development jest liderem warszawskiego rynku mieszkaniowego z udziałem ok. 10-12%. W roku 2011 deweloper rozpoczął budowę pierwszej inwestycji we Wrocławiu. Spółka posiada niewielki udział na tym rynku (1-2%), lecz planuje go zwiększyć w najbliższych latach. W 2017 r. Dom przejął dewelopera Euro Styl, posiadającego około 6-7% udział w trójmiejskim rynku mieszkaniowym. Ofertę dewelopera stanowią głównie mieszkania o podwyższonym standardzie oraz w segmencie popularnym.

Kurs akcji DOM na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|----------|---------------|-------|--------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| Dom Dev. | 82,65 | 84,40 | trzymaj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|----------|--------------|---------------|------------------|
| Dom Dev. | 82,00 | 82,65 | +0,8% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|
| Przychody | +1,1% | -3,6% | +4,2% |
| EBIT | +1,2% | -0,9% | +14,0% |
| Zysk netto | +0,4% | -1,0% | +14,7% |

Analitik:

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
Aleksandra.Szklarczyk@mbank.pl

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 księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – 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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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.

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.

Investowanie 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 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. Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 czerwca 2019 o godzinie 08:35. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 czerwca 2019 o godzinie 08:35.

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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 w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**Atal**

| rekomendacja | trzymaj | kupuj | akumuluj |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-04-02 | 2018-07-04 | 2018-06-22 |
| cena docelowa (PLN) | 41,03 | 42,86 | 42,86 |
| kurs z dnia rekomendacji | 39,90 | 36,40 | 37,30 |

Dom Development

| rekomendacja | trzymaj | akumuluj | kupuj | kupuj | akumuluj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-04-02 | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-08-02 | 2018-06-22 |
| cena docelowa (PLN) | 84,40 | 84,10 | 84,10 | 87,80 | 87,80 |
| kurs z dnia rekomendacji | 80,80 | 75,00 | 66,00 | 72,80 | 85,80 |

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl