

piątek, 10 lutego 2017 | komentarz specjalny

Deweloperzy mieszkaniowi

Deweloperzy, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

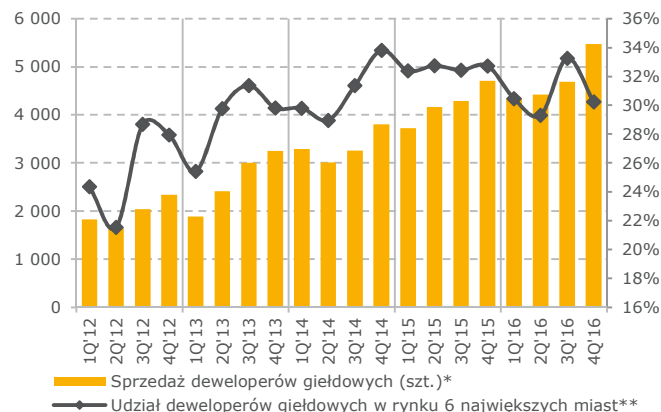
W 2016 r. nie zmaterializowały się największe ryzyka dla sektora mieszkaniowego, do których zaliczaliśmy (1) niekontrolowany wzrost podaży mieszkań, (2) silny spadek dostępności kredytów hipotecznych. Sytuacja makro (dalsza poprawa na rynku pracy oraz stabilizacja stóp procentowych na niskim poziomie) zgodnie z oczekiwaniami była sprzymierzeńcem sektora i powinna nim pozostać również w 2017 r. Styczniowe dane o sprzedaży mieszkań tylko potwierdziły dobrą koniunkturę. Nie przełożyło się to jednak na wyraźniejszy wzrost kursów spółek. W pierwszych tygodniach 2017 r. deweloperzy mieszkaniowi negatywnie odstają od indeksu szerokiego rynku, co naszym zdaniem stwarza liczne okazje inwestycyjne. Na razie dostrzegli je dominujący akcjonariusze JWC i Vantage, którzy wezwali do sprzedaży wszystkich akcji będących w wolnym obrocie w powyższych spółkach. Sektor jest wyceniony na P/E'17=8,2x oraz P/E'18=6,2x, oferując średnio 6,5% DYield. Uważamy, że najatrakcyjniej wycenionymi spółkami w branży są (1) Lokum, (2) LC Corp, (3) Atal, (4) Robyg, (5) Dom, (6) Archicom.

Sprzedaż 4Q oraz potencjał na 2017 r.

- 14 czołowych deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW sprzedało w 4Q'16 5,7 tys. lokali, co jest wynikiem **wyższym o 18% r/r** oraz **19% q/q**.
- 11 na 14 deweloperów zwiększyło sprzedaż r/r**.
- Nowe historyczne rekordy sprzedaży miały miejsce w spółkach **Dom Development, Robyg, Atal, Ronson, Lokum i Echo**.
- Średnia **efektywność sprzedaży** mieszkań wzrosła do **30%** z 25% w 3Q'16, powracając do poziomu obserwowanego w pierwszej połowie 2016 r.
- Zdecydowanie najszybsze tempo sprzedaży osiągnęły **Vantage, Budimex, Robyg, LC Corp i Lokum** (efekt. sprzedaży 40-45%), a najwolniejsze **Archicom i Polnord** (około 20%).
- Największe **pozytywne zaskoczenie** względem naszych prognoz miało miejsce w **Echo, Robygu, Lokum i Vantage**. Sprzedaż **rozzaczarowała** w **Inpro i Polnordzie**.

Deweloperzy giełdowi zakończyli 2016 r. mocnym akcentem, zwiększając sprzedaż mieszkań aż o 18% r/r w samym 4Q'16. W całym **2016 r. dynamika sprzedaży wyniosła +13%**, i wyraźnie przekroczyła nasze oczekiwania z

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

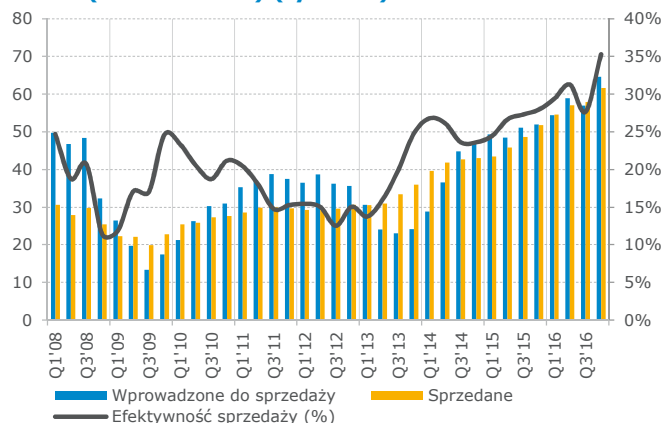
początku 2016 r. Jeszcze wyższa dynamika (**+19% w 2016 r.**) była widoczna w danych REAS dla **6 największych rynków mieszkaniowych** w kraju. Jako że tempo wzrostu oferty mieszkaniowej było umiarkowane w ostatnich kwartałach, **efektywność sprzedaży** mieszkań wzrosła ze średnio 27% w 2015 r. do **31%** w 2016 r. Wyższe tempo sprzedaży mieszkań obserwowaliśmy ostatni raz w okresie boomu przed 2008 r.

Czynnikiem istotnie wspierającym statystyki sprzedaży za 4Q'16 było **uwzględnienie rezerwacji na mieszkania z dopłatą MdM z puli na 2017 r.** Klienci podpisywali z deweloperami umowy rezerwacyjne, by zdążyć ze złożeniem wniosku o dopłatę na początku 2017 r. Te działania okazały się słuszne, gdyż już w styczniu **dopłaty na 2017 r. zostały wyczerpane**. Z puli na **2018 r.** do końca stycznia wykorzystano **23% limitu**. MdM niewątpliwie przesunął część popytu z 1Q'17 na ostatni kwartał 2016 r., lecz wysoka sprzedaż nie jest jedynie następstwem dopłat, o czym świadczą dobre wyniki spółek posiadających ubogą ofertę mieszkań kwalifikujących się pod MdM (Lokum, Vantage, Dom Development). W 2017 r. MdM wciąż będzie wspierał sprzedaż mieszkań (prawdopodobnie najsilniej w 1Q oraz 4Q), choć nie w tak dużym stopniu jak w roku ubiegłym. Przy zakładanej przez nas stabilizacji stóp procentowych na niskim

Spółka	Pozycjonowanie*		Kurs (PLN)	zmiana q/q**	MCap	P/E			P/BV			DYield		
	aktualne	wcześniej				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Archicom	OW	N	15,40	+1%	358	7,2	7,7	6,9	0,92	0,88	0,82	6,0%	7,0%	6,5%
Atal	OW	OW	30,00	+8%	1 161	12,8	7,0	6,2	1,74	1,48	1,30	2,0%	3,9%	7,2%
Dom Dev.	OW	OW	61,20	+0%	1 517	12,1	9,2	8,9	1,63	1,57	1,56	5,3%	8,3%	10,9%
JWC	N	N	4,69	+3%	417	13,5	7,0	5,2	0,63	0,58	0,52	-	-	-
LC Corp	OW	OW	2,07	+11%	926	6,6	8,5	4,3	0,65	0,63	0,58	8,7%	7,2%	7,7%
Lokum	OW	OW	13,56	+2%	244	6,2	6,0	5,0	1,02	0,92	0,81	4,6%	5,3%	5,5%
Polnord	N	N	8,10	-12%	265	43,7	9,5	9,2	0,36	0,35	0,34	-	-	-
Robyg	OW	OW	3,02	+3%	795	7,5	9,8	6,1	1,44	1,40	1,26	6,6%	7,9%	8,3%
Ronson	N	N	1,63	+22%	267	3,9	12,6	9,0	0,52	0,52	0,50	4,9%	5,5%	6,1%
Vantage	N	OW	3,45	+24%	215	9,0	8,2	6,2	0,61	0,59	0,55	3,8%	5,5%	4,5%
Mediana				+3%		8,3	8,3	6,2	0,79	0,75	0,69	5,1%	6,3%	6,8%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równowaga, UW (underweight) – niedoważenie; *pozycjonowania: aktualne z publikacji Budownictwo & Deweloperzy (10.01.17), poprzednie z komentarza Deweloperzy mieszkaniowi (28.10.16), **zmiana kursu w okresie 27.10.2016-09.02.2017

Podaż i sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w Polsce (ostatnie 12M) (tys. szt.)*



Źródło: REAS; *agregacja dla rynków: Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznań oraz Łódź

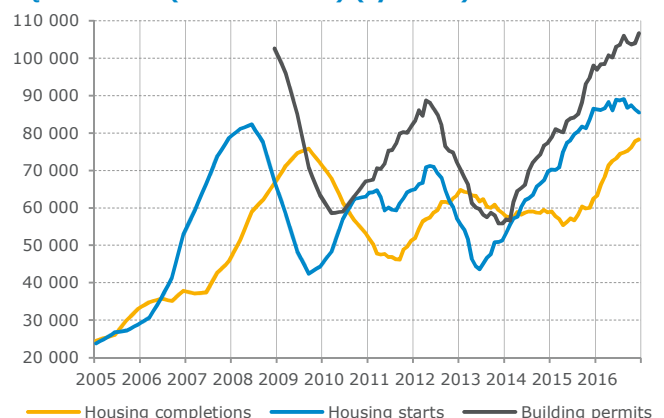
poziomy oraz dalszej poprawie na rynku pracy, **oczekujemy utrzymania wysokiego popytu na mieszkania w 2017 r.**, jednocześnie zwracając uwagę na **pierwsze oznaki problemów z podażą**, które dotyczą większości spółek z branży. Na koniec 2016 r. **liczba mieszkań w ofercie** na 6 największych rynkach w Polsce **wzrosła o zaledwie 8%**. Przy jednoczesnym wzroście sprzedaży mieszkań o 19%, wspomniane wcześniej wskaźniki efektywności sprzedaży poszybowały na nowe szczyty. Trudno sobie wyobrazić, że przy tak rozgrzanym rynku, deweloperzy celowo wstrzymywali się z uruchamianiem nowych projektów. Oceniamy, że **jedynie Dom Development zrealizował cele inwestycyjne z początku 2016 r. (rozumiane jako liczba mieszkań wprowadzonych do budowy)**. Gdyby deweloperzy powstrzymywali się od uwzględniania w ofercie mieszkań nie będących jeszcze w budowie, moglibyśmy zaobserwować nie wzrost oferty, lecz jej spadek. Przykładowo, w Robygu oferta mieszkań wzrosła na przestrzeni 2016 r. o 44% r/r (znacznie silniej niż na rynku), przy czym za powyższy wzrost w 90% odpowiadały mieszkania, których budowa jeszcze się nie rozpoczęła. **Projekty przed rozpoczęciem fazy budowlanej stanowiły na koniec 2016 r. 56% oferty dewelopera**, podczas gdy w 2015 r. było to 41%, a w 2014 r. 31%. Uważamy, że zjawisko jest szersze, na co wskazują dane GUS. **Liczba mieszkań, których budowę deweloperzy rozpoczęli w 2016 r. była o 1% niższa niż w 2015 r.** Wprawdzie liczba wydanych pozwoleń wciąż jest w trendzie

Liczba mieszkań sprzedanych przez deweloperów

(szt.)	4Q'16	4Q'15	r/r	3Q'16	q/q	2016	2015	r/r	2016P*	Wykonanie prognozy**
Robyg	846	564	50%	736	15%	2 957	2 333	27%	2 750	108%
Dom Dev.	714	678	5%	705	1%	2 735	2 383	15%	2 750	99%
Atal	682	484	41%	575	19%	2 436	1 689	44%	2 400	102%
LC Corp	651	743	-12%	550	18%	2 092	2 072	1%	2 000	105%
BDX Nieruch.	494	481	3%	409	21%	1 615	1 918	-16%	1 570	103%
Echo Inv.	422	248	70%	194	118%	924	591	56%	750	123%
JWC***	404	380	6%	438	-8%	1 575	1 569	0%	1 550	102%
Ronson	275	248	11%	184	49%	821	906	-9%	800	103%
Polnord****	241	261	-8%	236	2%	1 023	1 054	-3%	1 050	97%
Archicom	237	153	55%	267	-11%	942	611	54%	900	105%
Lokum Dew.	224	131	71%	113	98%	645	486	33%	600	108%
Vantage	210	163	29%	172	22%	812	610	33%	750	108%
Marvipol	207	170	22%	129	60%	627	600	4%	600	105%
InPro	92	140	-34%	95	-3%	388	545	-29%	420	92%
Suma	5 699	4 844	18%	4 803	19%	19 592	17 367	13%	-	103%

Źródło: Spółki; *prognoza mDM sprzed publikacji danych sprzedażowych za 4Q'16, **wykonanie rocznej prognozy, ***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

Zakończone/rozpoczęte budowy i pozwolenia na budowę mieszkań (ostatnie 12M) (tys. szt.)*

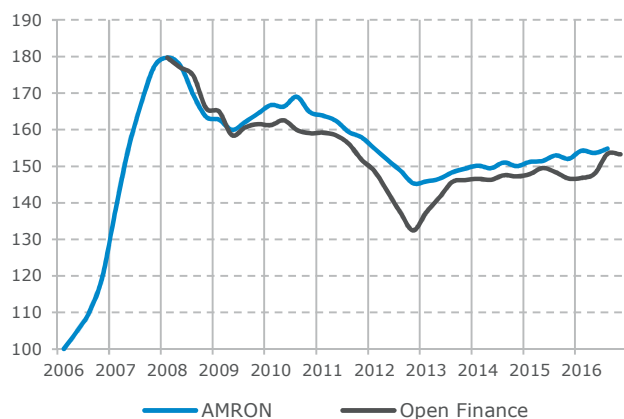


Źródło: GUS; *dane tylko dla deweloperów, nie uwzględniają budownictwa indywidualnego

wzrostowym (+9% r/r), lecz z naszych obserwacji wynika, że przedłużające się procedury administracyjne są główną przyczyną opóźnień w rozpoczynaniu budów. Uważamy, że w 2017 r. **ograniczenia po stronie podaży wciąż będą czynnikiem utrzymującym rynek mieszkaniowy w fazie równowagi**. W takim scenariuszu nie spodziewalibyśmy się również większych ruchów na cenach mieszkań, które w 2016 r. znajdowały się w lekkim trendzie wzrostowym. W zależności od źródła, **wzrost cen mieszkań** wyniósł w ubiegłym roku **1-5%**. Relatywnie najsilniej wzrosły ceny w Gdańsku, następnie w Warszawie.

W naszej ocenie deweloperzy notowani na GPW są dobrze przygotowani by kolejny rok z rzędu wykorzystać dobrą koniunkturę panującą na rynku mieszkaniowym. Pewnym zaskoczeniem był dla nas fakt, że udział spółek giełdowych w sprzedaży mieszkań lekko spadł w 2016 r. (liczyliśmy na odwrotną tendencję). Wynikało to z gorszej sprzedaży kilku spółek, mających problem z ofertą (Inpro: -29%, Budimex: -16%, Ronson: -9%, Polnord: -3%). **Deweloperzy, na których najbardziej liczymy w kontekście 2017 r.: Lokum, LC Corp, Atal, Robyg, Dom, Archicom zwiększyli wolumen sprzedaży o 30%**. Co równie istotne, szacujemy, że **ich oferta wzrosła na koniec 2016 r. o około 25% r/r vs. rynek: +8%**. W tym kontekście warto wyróżnić Lokum, którego oferta powiększyła się o 130% r/r. Zwracamy ponadto uwagę na szeroki **bank ziemi** w sześciu preferowanych przez nas

Indeksy średnich cen transakcyjnych mieszkań



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych AMRON oraz Open Finance i Home Broker

spółkach, który jest wystarczający do utrzymania obecnej oferty w trakcie całego 2017 r.

Wyniki deweloperów w 4Q'16

W 4Q'16 spodziewamy się wysokiej dynamiki wyników deweloperów mieszkaniowych. Wprawdzie **liczba mieszkań rozliczonych** w wyniku wzrosła o umiarkowane **13% r/r**, niemniej ze względu na one-offy w kilku spółkach, dynamika zysku netto będzie znacząca. Największe pozytywne zaskoczenie pod względem liczby rozliczonych w 2016 r. mieszkań miało miejsce w **LC Corp** oraz **Archicomie**, stąd też podnieśliśmy prognozy oczyszczonego ZN'16 dla powyższych spółek o odpowiednio **17%** oraz **19%**. Ponadto podnieśliśmy naszą prognozę ZN'16 o **12%** w **Robygu**, uwzględniając nieco wyższą liczbę przekazanych mieszkań w 4Q'16 oraz pozytywne zaskoczenia na marżach w 3Q'16. Powyższe zmiany w prognozach uwzględniliśmy w naszej strategii dla rynku akcji z 27 stycznia 2017 r.

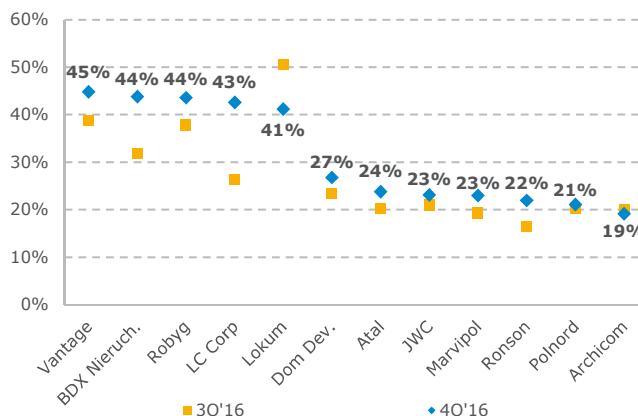
W 4Q'16 najwyższego wzrostu zysku netto r/r oczekujemy w **Ronsonie** w związku ze sprzedażą projektu przy ul. Jaśminowej (rozliczoną akcjami jednego z głównych akcjonariuszy). Jednorazowy zysk na powyższej transakcji wyniesie 55 mln PLN brutto i w naszej opinii został zdyskontowany przez rynek w minionym kwartale (ok. 20% wzrost kursu). Wyniki oczyszczone o powyższe zdarzenie będą relatywnie słabe (-50-60% r/r) w związku z przesunięciem planowanych przekazanych mieszkań na 2017 r. Na bardzo dobre wyniki finansowe liczymy w **Robygu** (ZN: **+160% r/r**) bez udziału zdarzeń jednorazowych. Jest to efekt zarówno wzrostu przekazanych jak i marż deweloperskich.

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym

(szt.)	4Q'16	4Q'15	r/r	2016	2015	r/r	2016P*	Wykonanie prognozy**
Atal***	144	128	13%	1 404	628	124%	1 470	96%
BDX Nieruch.	521	453	15%	1 188	908	31%	1 216	98%
Dom Dev.	1 162	1 019	14%	2 482	2 062	20%	2 518	99%
Echo Inv.	65	157	-59%	451	400	13%	-	-
JWC	70	34	106%	1 263	403	213%	1 331	95%
LC Corp	493	501	-2%	1 393	1 108	26%	1 207	115%
Lokum Dew.	248	216	15%	576	377	53%	570	101%
Marvipol	42	443	-91%	533	609	-12%	550	97%
Polnord	176	333	-47%	841	990	-15%	890	94%
Robyg	1 196	772	55%	2 804	2 045	37%	2 759	102%
Ronson	275	245	12%	785	696	13%	956	82%
Vantage	267	146	83%	513	356	44%	500	103%
Suma	4 659	4 447	5%	14 233	10 582	35%	13 967	99%

Źródło: spółki; *prognoza Domu Maklerskiego mBanku po 3Q'16; **wykonanie rocznej prognozy, ***szacunek

Efektywność sprzedaży deweloperów giełdowych*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku;

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

Prognozy wyników 4Q'16

(mln PLN, r/r)	Przychody	EBIT	ZN
Ronson	102 -14%	69 247%	57 229%
Robyg	227 56%	58 167%	49 160%
Archicom	161 131%	28 58%	26 108%
Dom Dev.	525 9%	106 29%	85 29%
LC Corp	181 -3%	93 80%	55 28%
Lokum	82 11%	22 -12%	19 -15%
Vantage	68 124%	8 -18%	6 -45%
Atal	52 16%	6 140%	4 -78%
Polnord	36 -45%	0 -	0 -
JWC	27 -11%	-3 -	-4 -
Suma	1 466 18%	387 238%	300 315%

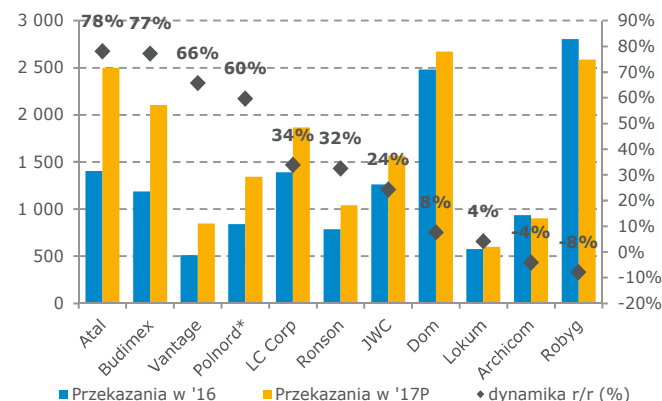
Źródło: Prognozy domu maklerskiego mBanku

Spółka zrealizowała cele Zarządu odnośnie 2800 przekazanych lokali w 2016 r. Szacujemy, że prognoza Zarządu, zakładająca EBIT'16 w wysokości 115 mln PLN zostanie przekoczona o 7%. Ponadto, spodziewamy się bardzo dobrych wyników **Archicomu** (ZN: **+108% r/r**), **Dom Development** (ZN: **+29% r/r**) oraz **LC Corp** (ZN: **+28% r/r**). Zważywszy, gdzie jest konsensus, największe pozytywne zaskoczenie może mieć miejsce w LC Corp oraz Robygu.

Potencjał wyników w latach 2017-2018

Sektor deweloperów mieszkaniowych jest notowany na skorygowanym **P/E'16=8,7x**, **P/E'17=7,9x** oraz **P/E'18=6,2x**. Mediana wskaźników nie uległa istotnej

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



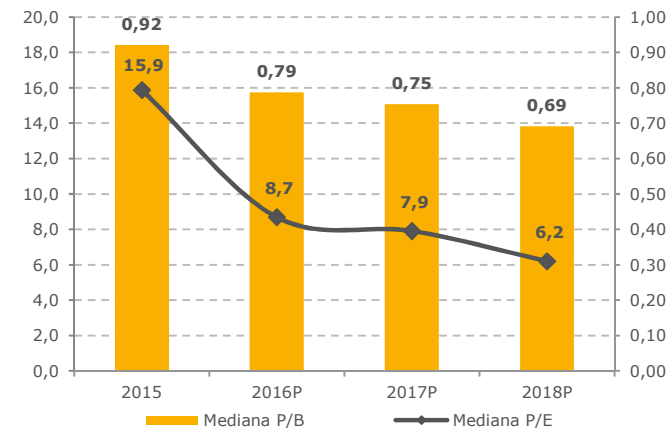
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku
*dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

zmianie względem naszego ostatniego komentarza z 28.10.2016, mimo wzrostu kursów większości spółek, co wynika z dokonanych przez nas korekt prognoz finansowych. Po bardzo dobrych wynikach finansowych branży w 3Q'16 oraz pozytywnym zaskoczeniu na wolumenach sprzedaży za 4Q'16 korekty prognoz finansowych na lata 2017-2018 miały w większości przypadków znak dodatni. Średni **DYield** sektora wynosi **6,3% w 2017 r.** oraz **6,8% w 2018 r.**, a zakładając utrzymanie wskaźników wypłaty, możemy liczyć na dalszy wzrost wysokości dywidendy w 2019 r. Średniorocznie prognozujemy **20% wzrost dywidendy w latach 2017-2019**, przy utrzymaniu **średniego wskaźnika wypłaty** na poziomie około **60%**.

Nasze **prognozy na 2018 r.**, mimo że implikują bardzo atrakcyjne wskaźniki finansowe, **nie uwzględniają jeszcze pełnego potencjału spółek**. W szacunkach uwzględniamy ryzyko opóźnień w uruchamianiu kolejnych etapów inwestycji. Najbliższe dwa kwartały pokażą, jaki jest faktyczny potencjał przekazania na 2018 r. Spodziewamy się spadku efektywności sprzedaży mieszkań w 2017 r., lecz nominalny poziom sprzedaży powinien wzrosnąć w spółkach o najlepszej ofercie. Liczymy na około **5-10% wzrost wolumenów sprzedaży mieszkań w 2017 r. w sześciu najbardziej preferowanych przez nas spółkach** (Lokum, LC Corp, Atal, Robyg, Dom, Archicom).

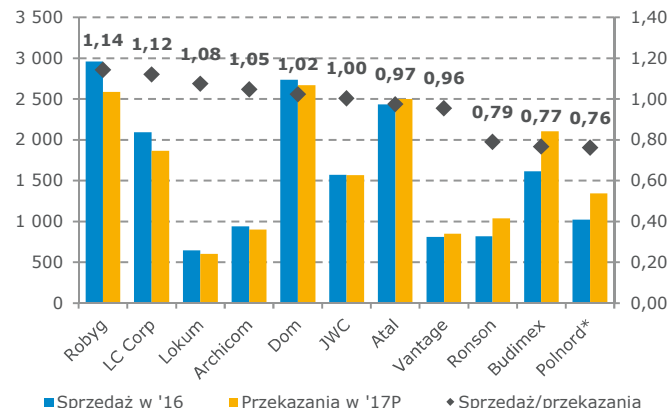
Szacujemy, że w 2017 r. spółkami o zdecydowanie **najwyższej dynamice wyników** będą **Polnord, JWC i Atal**. W Atalu ma to związek z silnym wzrostem liczby

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 (wyniki korygowane)

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



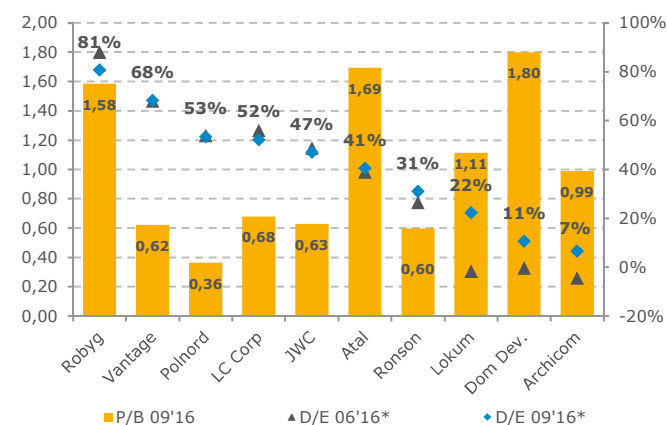
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku
*dane dla Polnordu ważone udziałami w projektach

mieszkań rozliczonych w wyniku. W Polnordzie i JWC dodatkowo wpływ będzie miała niska baza oraz brak negatywnych zdarzeń jednorazowych, obciążających wyniki 2016 r. Zwracamy ponadto uwagę na prognozowany 30% wzrost ZN'17 w **Dom Development** (znacznie powyżej konsensusu) oraz 18% wzrost oczyszczonych o rewaluację wyników **LC Corp**. Wśród najbardziej preferowanych przez nas spółek zakładamy spadek wyników finansowych **Robyga** o 23% r/r oraz spadek wyników **Archicomu** o 6% r/r. Uważamy, że w ich przypadku argumentem do kupna będzie perspektywa wzrostu wyników po 2017 r. oraz ponadprzeciętna dywidenda.

W przypadku **Robyga, LC Corp, Lokum** oraz **Archicomu** wyniki 2017 r. wciąż będą znajdowały się poniżej bieżącego potencjału odzwierciedlonego wolumenami sprzedaży mieszkań w 2016 r. W przypadku **Dom Development** oraz **Atalu** wyniki 2017 r. odzwierciedlą obecną skalę biznesu.

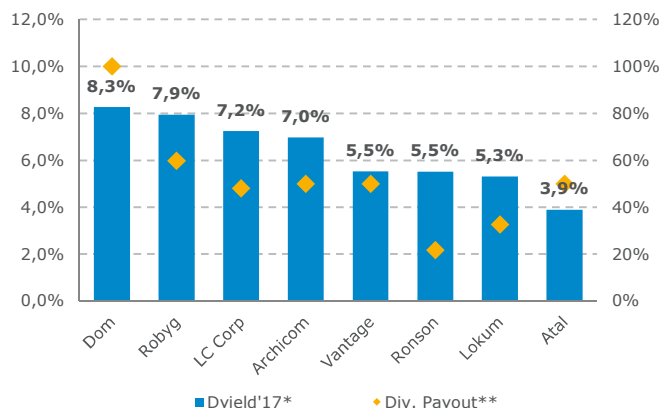
Szacujemy, że w **Ronsonie** oraz **Polnordzie** liczba rozliczonych w wyniku 2017 r. mieszkań będzie 25-30% wyższa od bieżącej sprzedaży. Mimo tego, powyższe spółki są notowane z około 40% premią do sektora na P/E'17-18. Ponadto uważamy, że bank ziemi Polnordu i Ronsona jest relatywnie mniej atrakcyjny niż w innych spółkach. Z tego powodu preferujemy inne spółki z branży mimo relatywnie niskiej wyceny powyższych deweloperów na P/BV.

Wskaźniki P/B deweloperów giełdowych na tle wskaźników zadłużenia



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

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.

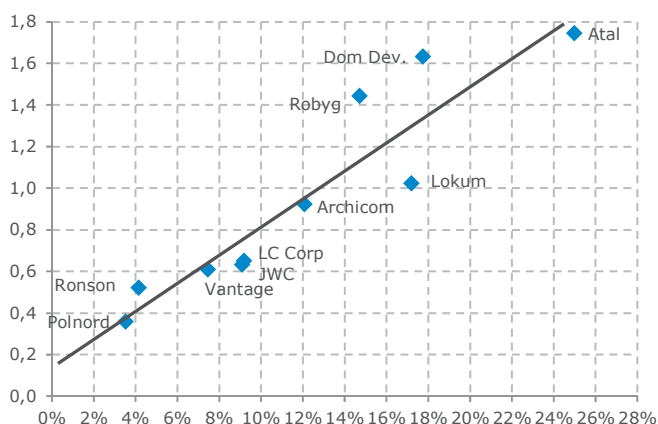
Selekcja w ramach sektora

W **minionym kwartale** indeks cen 10 analizowanych deweloperów mieszkaniowych wzrósł średnio o **6%** vs. WIG +17%. W całym **2016 r.** kursy deweloperów mieszkaniowych wzrosły o **9%** vs. WIG +11%.

Prezentowana przez nas w komentarzu z 28 października analiza spółek na bazie **P/B-ROE'17** trafnie wytypowała grupę atrakcyjnych spółek w ramach sektora. „**Relatywnie najtańsze**” spółki wzrosły średnio o **10,2%**, podczas gdy spółki „**relatywnie najdroższe**” wzrosły o **6,9%**. Prawdopodobnie ta utrzymuje się już trzeci kwartał z rzędu.

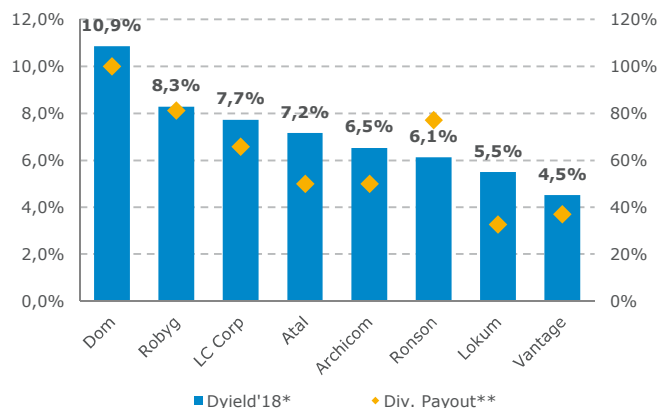
W bieżącym komentarzu nie zmieniamy listy relatywnie drogiej spółek. Listę relatywnie tanich opuszcza Vantage Development po wzroście kursu o 24% q/q. Spółką relatywnie najsilniej oddaloną na południe od linii regresji (najtańsza) jest obecnie **Lokum**. W jej przypadku nie spodziewaliśmy się pozytywnego zaskoczenia na wynikach 2017 r., widzimy natomiast szansę na wyraźne przekroczenie prognoz na 2018 r., pod warunkiem, że rozpoczęta zostanie realizacja inwestycji zaplanowanych przez zarząd na 1H'17.

P/B vs. ROE'17



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki 2018 DYield (LS) oraz Div. Payout (PS) deweloperów giełdowych



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

*Wyplata w 2018 r. z zysku za 2017 r.

**Div. Payout kalkulowany względem skonsolidowanego zysku netto za 2017 r.

RELATYWNIE NAJDROŻSZYMI deweloperami są:

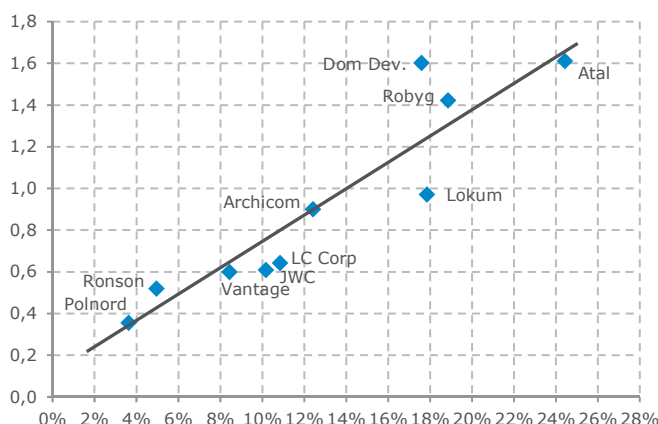
- Dom Development
- Robyg
- Ronson

RELATYWNIE NAJTAŃSZYMI deweloperami są:

- Lokum
- LC Corp
- Atal

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 **13-14%**, znacznie powyżej przyjmowanego przez nas **kosztu kapitału** dla rynku polskich akcji: **8,5%**. Dominujący akcjonariusze w sektorze najwyraźniej podzielają naszą opinię. W minionym miesiącu główni akcjonariusze JWC oraz Vantage wezwali do sprzedaży wszystkich akcji będących w wolnym obrocie. Choć nie oferują oni premii do bieżących wycen rynkowych (cena w wezwaniu: 4,70 PLN w JWC oraz 3,25 PLN w Vantage), niewątpliwie muszą dostrzegać potencjał w swoich spółkach.

P/B vs. ROE'17-18



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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	283,8	292,3	313,0
Zysk brutto na sprzedaży	36,5	30,5	43,8	48,2	79,0	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	48,3	52,4	58,5
Rewaluacja	3,4	7,8	14,0	0,3	-4,0	0,0	10,0
EBIT	24,3	24,4	43,0	43,1	44,3	52,4	68,5
Zysk brutto	15,8	23,8	39,1	44,9	42,7	49,3	64,5
Zysk netto	15,7	28,3	37,9	42,8	50,0	46,8	52,2
Zysk netto korygowany*	13,0	22,0	26,6	42,5	53,3	46,8	44,1
Dług netto	98,4	111,3	127,2	37,0	2,9	56,6	69,3
EV	385,2	398,1	414,0	323,7	361,4	415,1	427,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,92	1,07	1,01
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	7,0%	6,5%
P/E	18,2	10,1	7,6	6,7	7,2	7,7	6,9
P/E korygowane*	22,1	13,1	10,8	6,7	6,7	7,7	8,1
P/BV	0,84	1,38	1,17	0,99	0,92	0,88	0,82

Kurs akcji (PLN) 15,40

Liczba akcji (mln szt.) 23,3

Kapitalizacja (mln PLN) 358,5

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

Prognozy wyników Atal na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	173,9	234,3	576,8	226,8	502,3	850,0	986,0
Zysk brutto na sprzedaży	47,3	52,6	186,2	62,8	138,5	238,0	266,2
marża	27,2%	22,4%	32,3%	27,7%	27,6%	28,0%	27,0%
EBIT	38,4	41,9	167,0	40,8	112,7	208,8	236,1
Zysk brutto	37,4	37,9	164,0	36,6	110,3	203,7	232,1
Zysk netto	29,8	33,2	134,6	47,3	90,4	166,4	187,8
Dług netto	200,6	155,1	168,2	199,3	246,1	162,9	138,2
EV	1 166,7	1 121,2	1 134,3	1 360,4	1 407,1	1 323,9	1 299,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,61	1,17	2,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	3,9%	7,2%
P/E	32,4	29,1	7,2	24,6	12,8	7,0	6,2
P/BV	3,62	3,22	2,21	1,86	1,74	1,48	1,30

Kurs akcji (PLN) 30,00

Liczba akcji (mln szt.) 38,7

Kapitalizacja (mln PLN) 1 161

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Atal

Prognozy wyników Dom Development na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	851,4	676,4	784,3	904,2	1111,3	1196,3	1283,7
Zysk brutto na sprzedaży	204,0	157,1	152,0	203,9	261,0	310,5	319,8
marża	24,0%	23,2%	19,4%	22,6%	23,5%	26,0%	24,9%
EBIT	113,5	73,3	69,0	102,5	157,3	203,7	210,0
Zysk brutto	113,5	69,7	69,4	100,6	155,4	204,7	211,0
Zysk netto	91,2	54,4	55,7	80,7	125,4	164,8	169,9
Dług netto	19,3	116,6	41,2	144,6	-16,1	-40,9	-31,5
EV	1 536,0	1 633,3	1 557,9	1 661,3	1 500,6	1 475,8	1 485,2
DPS	1,50	3,68	2,20	2,25	3,25	5,06	6,65
DYield	2,4%	6,0%	3,6%	3,7%	5,3%	8,3%	10,9%
P/E	16,6	27,9	27,2	18,8	12,1	9,2	8,9
P/BV	1,70	1,77	1,77	1,72	1,63	1,57	1,56

Kurs akcji (PLN) 61,20

Liczba akcji (mln szt.) 24,8

Kapitalizacja (mln PLN) 1 517

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Dom Development

Prognozy wyników JWC na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	355,6	327,5	212,8	202,2	463,7	496,8	644,2
Zysk brutto na sprzedaży	80,4	69,0	41,6	41,2	139,0	130,8	154,4
marża	22,6%	21,1%	19,5%	20,4%	30,0%	26,3%	24,0%
EBIT bez rewaluacji	36,0	34,0	6,9	-6,7	62,2	84,2	106,4
Rewaluacja	23,6	14,5	28,4	31,3	-2,0	0,0	0,0
EBIT	59,6	48,5	35,2	24,6	60,2	84,2	106,4
Zysk brutto	12,3	12,8	11,8	7,3	38,2	73,9	99,5
Zysk netto	9,6	11,4	8,3	5,7	30,8	59,8	80,6
Zysk netto korygowany*	-9,5	-0,3	-14,7	-19,6	32,4	59,8	80,6
Dług netto	750,0	672,2	504,5	364,9	330,9	294,0	196,3
EV	1 003,6	1 051,8	989,3	795,6	747,6	710,8	613,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	26,5	22,2	50,0	72,7	13,5	7,0	5,2
P/E korygowane*	-	-	-	-	12,9	7,0	5,2
P/BV	0,50	0,49	0,66	0,67	0,63	0,58	0,52

Kurs akcji (PLN) 4,69

Liczba akcji (mln szt.) 88,9

Kapitalizacja (mln PLN) 416,8

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

Prognozy wyników LC Corp na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	176,4	209,2	358,8	449,9	544,4	713,2	944,4
Zysk brutto na sprzedaży	60,2	69,8	133,6	171,4	201,9	235,6	304,3
marża	34,1%	33,4%	37,2%	38,1%	37,1%	33,0%	32,2%
EBIT bez rewaluacji	40,0	47,5	118,9	132,3	162,2	192,7	260,1
Rewaluacja	13,8	40,1	23,3	22,2	70,4	-59,1	41,4
EBIT	53,9	87,6	142,1	154,5	232,6	133,6	301,5
Zysk brutto	76,0	84,6	100,1	126,1	176,9	134,3	266,9
Zysk netto	69,3	73,6	76,3	108,9	139,7	108,8	216,2
Zysk netto korygowany*	33,7	37,5	82,4	89,0	111,1	130,9	183,2
Dług netto	281,6	610,3	636,1	692,6	890,5	1 141,4	1 181,8
EV	1 207,6	1 536,4	1 562,1	1 618,6	1 816,5	2 067,5	2 107,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,18	0,15	0,16
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,7%	7,2%	7,7%
P/E	13,4	12,6	12,1	8,5	6,6	8,5	4,3
P/E korygowane*	27,5	24,7	11,2	10,4	8,3	7,1	5,1
P/BV	0,86	0,78	0,74	0,68	0,65	0,63	0,58

Kurs akcji (PLN)	2,07
Liczba akcji (mln szt.)	447,4
Kapitalizacja (mln PLN)	926,0

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

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	188,5	204,0	264,0
Zysk brutto na sprzedaży	17,2	27,1	32,1	44,0	57,9	63,2	73,9
marża	20,4%	27,0%	25,4%	34,1%	30,7%	31,0%	28,0%
EBIT	12,8	22,8	26,2	38,4	46,1	50,1	60,6
Zysk brutto	11,4	22,4	26,1	37,3	42,6	47,0	58,4
Zysk netto*	11,4	20,4	23,8	34,4	39,6	41,0	49,3
Dług netto	18,7	8,0	-0,5	-29,9	32,6	20,3	-6,1
EV	222,1	211,4	202,9	214,2	276,7	264,4	238,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,30	0,62	0,72	0,75
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	4,6%	5,3%	5,5%
P/E	17,8	10,0	8,5	7,1	6,2	6,0	5,0
P/BV	2,01	1,67	1,40	1,16	1,02	0,92	0,81

Kurs akcji (PLN)	13,56
Liczba akcji (mln szt.)	18,0
Kapitalizacja (mln PLN)	244

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Lokum, *zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej

Prognozy wyników Polnordu na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	289,1	196,7	183,2	250,6	192,4	339,1	322,4
Zysk brutto na sprzedaży	29,4	24,2	39,8	-26,4	52,7	51,8	56,7
marża	10,2%	12,3%	21,7%	-10,6%	27,4%	15,3%	17,6%
Zysk ze sprzedaży	-18,8	-2,0	12,8	-55,1	25,2	25,0	29,9
EBIT bez rewaluacji	69,3	-28,7	21,7	-87,2	12,9	23,5	28,3
Rewaluacja	87,1	6,1	2,0	-31,6	-8,6	0,0	0,0
EBIT	156,4	-22,6	23,8	-118,8	4,3	23,5	28,3
Koszty finansowe netto	-123,1	-38,5	-23,9	-31,0	-10,0	-10,3	-9,6
Zysk z projektów JV	-0,2	4,8	11,4	11,6	11,4	17,2	13,6
Zysk brutto	33,1	-56,3	11,3	-138,1	5,7	30,4	32,3
Zysk netto	25,7	-41,1	20,5	-136,4	6,1	27,9	28,7
Dług netto	635,9	503,7	427,8	380,2	360,6	341,9	307,9
EV	900,7	768,3	691,8	646,2	622,0	606,4	571,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	10,3	-	12,9	-	43,7	9,5	9,2
P/BV	0,20	0,19	0,25	0,36	0,36	0,35	0,34

Kurs akcji (PLN) 8,10

Liczba akcji (mln szt.) 32,7

Kapitalizacja (mln PLN) 264,8

Źródło: Polnord, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Prognozy wyników Robyga na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	402,9	485,9	409,3	480,4	528,8	440,1	697,8
Zysk brutto na sprzedaży	97,6	90,5	73,0	77,0	117,3	98,8	181,4
marża	24,2%	18,6%	17,8%	16,0%	22,2%	22,5%	26,0%
Zysk ze sprzedaży	65,8	55,3	33,8	32,7	64,7	44,6	125,6
Rewaluacja	3,4	4,0	9,3	-3,1	0,0	0,0	0,0
Zysk z projektów JV	0,0	0,0	26,4	30,6	58,9	54,1	39,0
EBIT	55,1	56,7	60,5	59,0	123,3	98,5	164,3
Zysk brutto	43,7	44,1	52,0	49,6	112,2	87,2	152,2
Zysk netto	20,0	26,1	42,3	79,7	105,7	80,9	130,7
Dług netto	351,1	165,9	149,0	216,6	337,4	291,8	225,9
EV	1 145,7	960,4	943,6	1 011,1	1 131,9	1 086,4	1 020,5
DPS	0,12	0,08	0,08	0,11	0,20	0,24	0,25
DYield	4,0%	2,6%	2,6%	3,6%	6,6%	7,9%	8,3%
P/E	39,7	30,4	18,8	10,0	7,5	9,8	6,1
P/BV	1,93	1,90	1,78	1,60	1,44	1,40	1,26

Kurs akcji (PLN) 3,02

Liczba akcji (mln szt.) 263,1

Kapitalizacja (mln PLN) 795

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Robyg

Prognozy wyników Ronsona na lata 2016-2018

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	198,8	207,0	153,2	281,4	304,5	265,5	299,1
Zysk brutto na sprzedaży	50,4	42,6	11,9	51,2	62,5	47,4	62,2
marża	25,4%	20,6%	7,8%	18,2%	20,5%	17,8%	20,8%
Zysk z projektów JV	0,0	-0,7	-0,3	-0,7	-1,0	10,1	7,2
EBIT	26,3	18,1	-15,8	26,4	87,8	29,8	39,8
Zysk brutto	28,3	17,1	-18,7	20,3	82,6	25,3	35,2
Zysk netto	31,7	18,6	-15,4	19,4	67,9	21,3	29,9
Dług netto	155,3	111,8	165,6	148,6	93,0	105,0	101,8
EV	603,2	557,7	611,6	594,2	363,2	376,9	373,8
DPS	0,00	0,03	0,00	0,04	0,08	0,09	0,10
DYield	0,0%	1,8%	0,0%	2,5%	4,9%	5,5%	6,1%
P/E	14,0	23,8	-	22,9	3,9	12,6	9,0
P/BV	0,97	0,96	0,99	0,97	0,52	0,52	0,50

Kurs akcji (PLN) 1,63

Liczba akcji (mln szt.) 164,0

Kapitalizacja (mln PLN) 267,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Ronson

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	123,2	275,0	315,4
Zysk brutto na sprzedaży	3,3	8,4	14,0	24,9	27,4	56,9	67,7
marża	23,2%	14,8%	22,7%	26,1%	22,3%	20,7%	21,5%
EBIT bez rewaluacji	-19,7	-0,2	5,0	11,2	13,4	40,6	50,6
Rewaluacja	11,9	4,5	6,3	5,6	16,9	0,0	0,0
EBIT	-7,8	4,3	11,3	16,8	30,3	40,6	50,6
Zysk brutto	-11,3	0,3	6,2	9,1	27,3	32,5	42,7
Zysk netto	-4,7	4,7	10,0	12,0	23,8	26,3	34,6
Zysk netto korygowany*	-14,4	1,0	4,8	7,5	10,1	26,3	34,6
Dług netto	52,8	49,7	156,4	183,0	238,0	243,5	244,5
EV	248,6	265,1	371,8	398,4	453,4	458,9	459,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,19	0,16
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	5,5%	4,5%
P/E	-	46,3	21,6	18,0	9,0	8,2	6,2
P/E korygowane*	-	211,1	44,5	28,9	21,3	8,2	6,2
P/BV	0,66	0,68	0,67	0,64	0,61	0,59	0,55

Kurs akcji (PLN) 3,45

Liczba akcji (mln szt.) 62,4

Kapitalizacja (mln PLN) 215,4

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

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
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 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:

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 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.

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.

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 wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta i animatora rynku dla spółki Atal.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od spółki Polnord i Robyg wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 10 stycznia 2017 o godzinie 8:55.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 10 stycznia 2017 o godzinie 8:55.

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.

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.

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.

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 poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

ARCHICOM

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

ATAL

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	27,77
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-30
kurs z dnia rekomendacji	64,94	54,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 634,55

J.W. CONSTRUCTION

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	4,50
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

LC CORP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,67
WIG w dniu rekomendacji	52 216,05

LOKUM DEWELOPER

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	13,32
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

POLNORD

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	13,40
WIG w dniu rekomendacji	43 770,51

ROBYG

rekomendacja	kupuj	Kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,93
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	48 651,28

RONSON

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-10-28	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	1,34	1,54
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28	48 675,96

VANTAGE DEVELOPMENT

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

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
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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