

czwartek, 17 października 2019 | komentarz specjalny

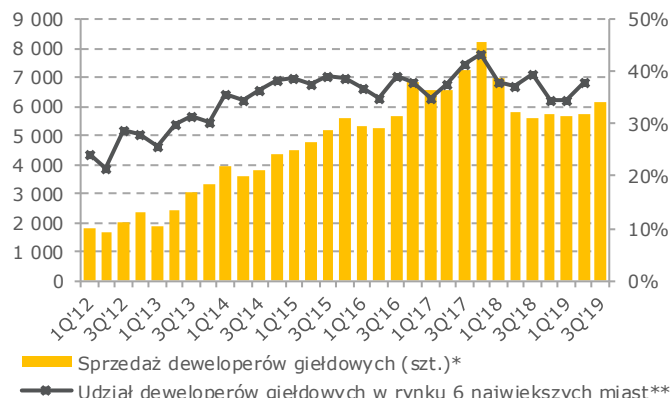
## Podsumowanie sprzedaży w 3Q'19 i prognozy kwartalne

### Deweloperzy, Polska

Opracowanie: Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04

**Popyt na mieszkania wśród spółek z GPW i Catalyst w 3Q'19 utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie. Zagregowana sprzedaż wzrosła r/r o 11% (-3% w 9M). Pierwsza dodatnia dynamika od 6 kwartałów była możliwa do osiągnięcia dzięki odbudowie oferty (+14% r/r) i częściowo jest efektem niskiej bazy. Nie wszystkim deweloperom udało się jednak uzupełnić ofertę. Ci, którzy dysponowali lepszym jakościowo bankiem ziemi, wykorzystali problemy podażowe innych, istotnie zwiększając swoją ofertę i raportując imponujący wzrost wolumenów sprzedaży. Obserwowany w 2018 r. spadkowy trend efektywności sprzedaży na skutek wzrostu cen mieszkań obecnie wyhamował i YTD utrzymuje się na stabilnym poziomie (24% wśród deweloperów GPW, -1pp r/r). Na szerokim rynku efektywność ta powinna być wyższa (30% w 2Q). Wyniki 3Q potwierdzają, że popyt mieszkaniowy jest relatywnie stabilny. Uważamy, że w całym 2019 r. dynamika spadku sprzedaży mieszkań na szerokim rynku może się znaleźć bliżej dolnej granicy zakładanego przez nas wcześniej spadku 5-7%. W perspektywie roku 2020 dalej zwracamy uwagę na ryzyka podażowe, które naszym zdaniem będą ograniczać sprzedaż. Uzupełnienie oferty może być wyzwaniem szczególnie w Warszawie i Krakowie. Nie bez znaczenia pozostanie dalej obserwowany wzrost cen w '19 (8-9% w 1H). W tym otoczeniu uważamy, że deweloperzy którzy są lepiej przygotowani podażowo będą korzystać na niewydolności podażowej pozostałych. Sam poziom przekazania w 3Q okazał się być niższy 31% r/r, wobec czego zagregowane zyski deweloperów też będą niższe r/r. W niniejszym komentarzu publikujemy nasze prognozy wyników 3Q'19 dla DOM, 1AT, DVL i ARH. DOM jest na dobrej drodze by osiągnąć naszą całoroczną prognozę ZN (wzrost r/r). W 1AT natomiast z uwagi na opóźnienie terminu zakończenia budowy wybranych inwestycji z 3Q na 4Q, widzimy ryzyko**

### Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych



Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

\*zagregowana sprzedaż dla 16 deweloperów GPW i Catalyst

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

**przesunięcia rozliczenia części mieszkań na 1Q'20, wobec czego naszą roczną prognozę ZN oceniamy jako optymistyczną.**

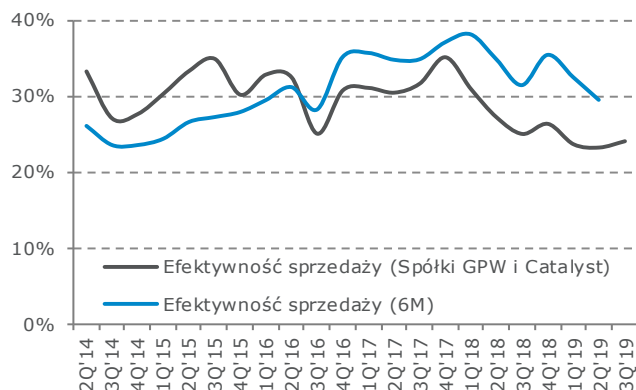
### Sprzedaż 3Q'19

Wzrost sprzedaży mieszkań w 3Q'19 wśród notowanych deweloperów był odpowiedzią na odbudowę poziomu oferty. Wskazuje również na wyhamowanie spadku tempa sprzedaży mieszkań w ostatnich kwartałach, co było mocniej widoczne wśród deweloperów notowanych niż na szerokim rynku (6M; wykres *Efektywność sprzedaży deweloperów*). Wśród 14 analizowanych deweloperów z GPW i Catalyst (**DOM, ROB, JWC, PND, DVL, BDX, 1AT, INP, RON, MVP, VTG, ARH, LKD, ECH**), którzy zanotowali wzrost sprzedaży łącznie o 11% r/r, oferta na koniec czerwca była wyższa o 14% r/r. Jednocześnie **efektywność sprzedaży** (mierzona jako sprzedaż kwartalna do oferty na początek kwartału)

### Liczba mieszkań sprzedanych

(szt.)	3Q'19	3Q'18	r/r	2Q'19	q/q	9M'19	9M'18	r/r	2019 Cel Zarządu	Wykonanie prognoz*/celu
Murapol	944	893	6%	757	25%	2 640	2 691	-2%	3000-3500	75%-88%
Dom Dev.	937	946	-1,0%	836	12%	2 699	2 596	4%	3 493*	77%*
Robyg**	776	500	55%	605	28%	1 853	2 016	-8%	>2 300	81%
Atal	689	505	36%	904	-24%	2 305	1 792	29%	(2750*)/3000	(84%*)/77%
BDX Nieruch.	555	301	84%	466	19%	1 286	810	59%	-	-
Archicom	412	363	13%	349	18%	1 167	1 009	16%	1 600	73%
LC Corp	310	407	-24%	287	8%	928	1 397	-34%	-	-
Echo Inv.	295	163	81%	290	2%	936	716	31%	1 300	72%
JWC***	249	210	19%	208	20%	737	968	-24%	-	-
InPro	220	193	14%	178	24%	584	638	-8%	-	-
Vantage	202	158	28%	251	-20%	605	622	-3%	-	-
Marvipol	198	171	16%	225	-12%	725	604	20%	-	-
Ronson	160	203	-21%	172	-7%	506	639	-21%	800	63%
Polnord****	117	256	-54%	119	-2%	331	753	-56%	-	-
Lokum Dew.	64	253	-75%	82	-22%	235	784	-70%	400	59%
<b>Suma</b>	<b>6 128</b>	<b>5 522</b>	<b>11%</b>	<b>5 729</b>	<b>7%</b>	<b>17 537</b>	<b>18 035</b>	<b>-3%</b>	-	-

Źródło: spółki, \*wykonanie rocznej prognozy (Dom Development, Atal) lub celu spółki, \*\*dane publikowane przez spółkę bez uwzględnienia rezygnacji na projekcie Young City 2 z powodu przedłużających się procedur administracyjnych, \*\*\* 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

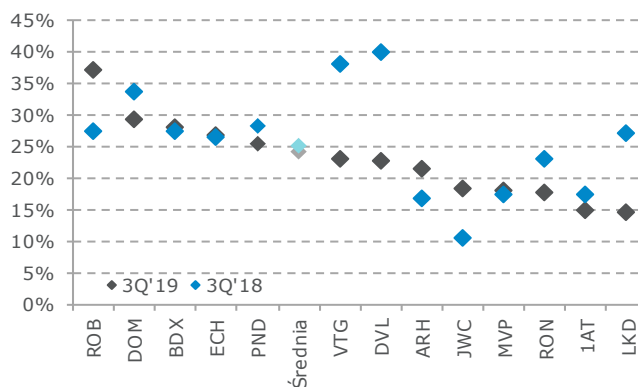
**Efektywność sprzedaży deweloperów notowanych i 6M**


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, REAS  
 \*efektywność sprzedaży – liczba mieszkań sprzedanych w kwartale względem oferty na początku kwartału

ustabilizowała się, po sukcesywnym jej spadku w ostatnich kwartałach, osiągając poziom **24%** (vs. 30% w 2Q'19 dla 6M). Biorąc pod uwagę wysoką bazę sprzedaży z 1Q'18 wolumen sprzedaży za 9M'19 obniżył się wśród deweloperów giełdowych o **3% r/r**. Wyniki poszczególnych spółek istotnie jednak różniły się i zasadniczo były pochodną zmian oferty. I tak, spółki możemy podzielić na 3 grupy:

- 1) Mocny wzrost sprzedaży w 3Q jest efektem rozwoju/ekspansji oferty – wzrost udziałów w łącznej podaży (**Atal, Budimex i Echo**).
- 2) Wzrost sprzedaży ze względu na niską bazę, dzięki odbudowaniu oferty (**Robyg, Vantage i Marvipol**). Również w **Dom Development** została odbudowana oferta (+13% r/r), lecz tam nie widzieliśmy wzrostu sprzedaży (-1%). Było to wynikiem spadku efektywności sprzedaży z 34% w 3Q'18 do 30%, co i tak jest poziomem powyżej przeciętnej wśród spółek GPW (24%). Jeszcze mocniej było to widoczne w **Develii**, gdzie wzrost oferty o 34% r/r (częściowa odbudowa po spadku w '18) nie przełożył się na wzrost sprzedaży (-24% r/r). Naszym zdaniem może to wynikać z efektu wysokiej bazy: w 3Q'18 efektywność sprzedaży w Develii wyniosła aż 40% (najwyższa w grupie porównawczej), w 3Q'19 nastąpił natomiast jej spadek do 23%. Ponadto biorąc pod uwagę strukturę wprowadzeń w 1H, nastąpiła rozbudowa oferty we Wrocławiu, ale oferta na kluczowych rynkach (Warszawa, Kraków) pozostawała nadal relatywnie niska (0,5x i 0,7x sprzedaży). Do tego, co prawda mocne, ale w wielu przypadkach stosunkowo późne wprowadzenie części inwestycji w 3Q przełoży się na wzrost sprzedaży dopiero w 4Q'19.
- 3) Najslabiej wypadła natomiast sprzedaż w **Lokum Deweloper i Polnordzie** – spadek sprzedaży o 75% r/r i 54% r/r, co było wynikiem w obu przypadkach niższej o około 50% oferty na koniec czerwca. Lokum zanotował jednocześnie najniższą efektywność sprzedaży (14,7%) wśród deweloperów notowanych.

Nie posiadamy jeszcze danych nt. sprzedaży na 6 największych rynkach w Polsce, niemniej jednak również i w tym przypadku oczekivalibyśmy dodatniej dynamiki r/r ze względu na niską bazę, kiedy sprzedaż była najniższa od 3Q'15. Jeżeli wyniki 3Q'19 będą istotnie lepsze to sprzedaż w całym 2019 r. może zamknąć się nieznacznie niższą dynamiką niż zakładany przez nas spadek rzędu 5-7%, przy większych spadkach w Warszawie i Krakowie. Z pewnością ryzykiem w kolejnych kwartałach i 2020 r. pozostaną możliwości uzupełniania oferty, w szczególności na rynkach w Warszawie i Krakowie – gdzie liczba wydanych pozwoleń i rozpoczętych budów była niższa o około 15-25% r/r (GUS).

**Efektywność sprzedaży wśród poszczególnych spółek**


Źródło: dane spółek, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

**Wyniki względem całorocznych oczekiwań**

Po 9M'19 nasza **całoroczna prognoza sprzedaży mieszkań dla DOM i 1AT jest zrealizowana odpowiednio w 76% i 82%**. **DOM** jest zatem na dobrej drodze by osiągnąć (a nawet przekroczyć) naszą prognozę sprzedaży 3 500 lokali (-4% r/r), czemu powinna sprzyjać mocna rozbudowa oferty w 4Q'19 (zarząd zaplanował uruchomienie ponad 1,4 tys. lokali i rekordowe 3,9 tys. w całym 2019 r.). **Atal** po wzroście 28% r/r już dwukrotnie w tym roku podwyższył cel sprzedaży, aktualnie do 3 000 mieszkań, co jest powyżej naszych założeń (2 750). Po 9M'19 nowy cel jest wykonany w 77%. Sprzedaży sprzyja ekspansja ofertowa, w otoczeniu niewydolności podaźowej części konkurentów. Szacujemy, że na koniec 3Q Atal miał ofertę wyższą r/r o 45%. Dla porównania, na koniec 2Q łączna podaź na 6 głównych miastach była wyższa o 14% r/r, a wśród pozostałych spółek notowanych +6% r/r. W efekcie udział Atalu w łącznej podaży wzrósł do 7,5% vs. 5,1% na koniec 2017 r. Również **Archicom** i **Echo** są na dobrej drodze by zrealizować swoje (rekordowe) cele sprzedażowe, co implikowałoby wzrost sprzedaży odpowiednio o +17% r/r i +32% r/r. Z kolei wśród spółek, które **obniżyły swój cel sprzedażowy** na 2019 były **Robyg** (z 2,7 tys. do 2,3 tys.), **Lokum** (z 800 do 400 lokali) i **Develia** („sprzedaż 2 000 będzie mieszkań nieosiągalna”). W przypadku Develi spodziewalibyśmy się sprzedaży rocznej bliżej 1550-1650 lokali, co oznaczałoby obecne wykonanie w 60%. Liczymy, że mocna rozbudowa oferty w 3Q'19, w tym kilka projektów uruchomionych we wrześniu które nie miały jeszcze przełożenia na wolumeny 3Q, oraz szerokie plany nowych wprowadzeń w 4Q'19 przełoży się na istotnie lepszą sprzedaż w 4Q'19, choć zakładany przez spółkę plan podaźowy 2,9 tys. nowych wprowadzeń w '19 jest naszym zdaniem mało realny i oczekivalibyśmy poziomów bliżej 2,1 tys.

**Wyniki finansowe 3Q'19**

W 3Q'19 liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wśród deweloperów mieszkaniowych była niższa 31%, co wynikało głównie z wysokiej bazy. Tylko 5 spółek pokazało wzrost przekazania (ARH, BDX, DOM, ECH, PND). W przypadku **Dom Development**, gdzie kumulacja przekazania będzie miało miejsce w 1Q'19 i 4Q'19, wykonanie naszej prognozy wynosi już 68% na poziomie ZN i 71% przekazania. W przypadku Atalu oczekujemy wykonania na poziomie 35% po 3Q'19. Istotne znaczenie dla wyników będzie miał dopiero 4Q'19. Niemniej jednak jak podkreślaliśmy przy okazji publikacji danych sprzedażowych – terminy wybranych inwestycji przesunęły się z 3Q'19 na 4Q'19. Stąd istnieje naszym zdaniem ryzyko, że również część przekazania przesunie się dopiero na 1Q'20 i w efekcie spodziewalibyśmy się rocznego poziomu przekazania około 2,300 lokali (względem zakładanych w naszych prognozach 2,500 lokali). W Develii

## Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym

(szt.)	3Q'19	3Q'18	r/r	9M'19	9M'18	r/r	2019P*/cel	Wykonanie**
Archicom	290	182	59%	1 177	652	81%	1 500-1 600	74%-78%
Atal*	174	605	-71%	1 094	2 304	-53%	2 574	43%
BDX Nieruch.	282	228	24%	1 229	1 335	-8%	-	-
Dom Dev.*	839	587	43%	2 641	2 028	30%	3 525	75%
Echo Inv.	515	229	125%	592	405	46%	1 250	47%
InPro	83	88	-6%	256	365	-30%	-	-
JWC	590	741	-20%	970	872	11%	-	-
Develia	105	341	-69%	1 778	1 653	8%	-	-
Lokum Dew.	40	596	-93%	538	620	-13%	850	63%
Marvipol	141	338	-58%	335	504	-34%	-	-
Polnord	194	141	38%	491	658	-25%	-	-
Robyg	290	885	-67%	1 400	1 350	4%	2 800-3 000	47%-50%
Ronson	100	190	-47%	531	707	-25%	-	-
Vantage	135	288	-53%	265	758	-65%	-	-
<b>Suma</b>	<b>3 778</b>	<b>5 439</b>	<b>-31%</b>	<b>13 297</b>	<b>14 211</b>	<b>-6%</b>	-	-

Źródło: spółki; \*prognoza Domu Maklerskiego mBanku dla DOM i 1AT, dla pozostałych cel zarządu; \*\*wykonanie rocznej prognozy/celu po 9M'19

kumulacja przekazania miała już miejsce w 1Q'19, w efekcie zarówno 3Q, jak i 4Q nie ma istotnego znaczenia z punktu widzenia wyników rocznych. W 3Q'19 pozytywny wpływ na wyniki Develii i Archicomu miało umocnienie kursu EUR/PLN (zysk na wycenie nieruchomości komercyjnych).

## Dom Development: Wzrost ZN o 106% r/r przez wzrost liczby rozliczonych w wyniku mieszkań

- Dom Development opublikuje wyniki 5 listopada.
- Spółka rozliczy w wynikach 3Q'19 839 lokali (+43% r/r). Największy wpływ będą miały przekazania na projektach w Warszawie: Regaty (205 lokali), Cybernetyki (199), Osiedle Forma (116) i we Wrocławiu: Księża Nowe (119).
- W efekcie prognozujemy wzrost przychodów +45% r/r. Szacujemy średnią cenę rozliczonego mieszkania na poziomie porównywalnym r/r (+1%).
- Marżę deweloperską prognozujemy na poziomie nieco niższym r/r tj. 25,2% (vs. 33,3% w 2Q'19). Spadek marży wynika z rozliczenia relatywnie niskiego marżowego projektu Regaty (24% wolumenu przekazania w 3Q).
- Ze względu jednak na wysoki poziom przekazania oczekujemy wzrostu ZBNS o 44% r/r.
- Prognozujemy koszty SG&A na poziomie porównywalnym r/r.

## Prognoza wyników kwartalnych Dom Development

(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	384,7	265,8	44,7%	1 689,8	68%
ZBNS	97,1	67,6	43,6%	461,2	70%
Marża	25,2%	25,4%	-	27,3%	-
EBIT	56,1	28,1	99,5%	292,7	68%
Marża	14,6%	10,6%	-	17,3%	-
Saldo na dz. fin.	-0,3	0,4	-	-1,1	-
Zysk brutto	55,8	28,5	95,9%	291,6	68%
Zysk netto	45,2	21,9	106,5%	235,5	68%
Marża netto	11,8%	8,2%	-	13,9%	-
Przekazania (szt.)	839	587	43%	3 525	71%
Przychód(PLN k/lok.)	458	453	1%	479	-

Źródło: Dom Development, P - prognoza Domu Maklerskiego mBanku  
\*wykonanie rocznej prognozy po 9M'19

## Atal: Spadek ZN na skutek niższego poziomu przekazania

- Atal opublikuje wyniki 19 listopada.
- W 3Q'19 Atal rozliczył w wynikach zaledwie 174 mieszkań, -71% r/r, z czego ponad 60% pochodzi z rynku łódzkiego (kontynuacja przekazania na inwestycji Pomorska Park II), a blisko 25% to Gdańsk (zakończenie budowy Baltica Towers).
- W efekcie prognozujemy spadek przychodów o 75% r/r i ZBNS o 73% r/r. Marżę ZBNS szacujemy na 25,7% wzrost r/r ze względu na lepszy mix projektowy oraz kw/kw z uwagi na jednorazowe koszty zaksięgowane w 2Q.
- Prognozujemy wzrost kosztów SG&A +6% r/r oraz ujemny wpływ salda na działalności finansowej -0,8 mln PLN vs. -1 mln PLN rok wcześniej.
- Jeżeli wyniki 3Q'19 okażą się być zgodne z naszą prognozą, wykonanie naszych rocznych prognoz wyniesie 35% dla ZN i 43% przekazania. W 4Q'19 oczekujemy nieco wyższej marży deweloperskiej. Relatywnie niski poziom wykonania wyniku rocznego przekazania wynika natomiast z zakończenia budowy istotnej części projektów dopiero w 4Q'19 (obecnie z prezentowanego przez 1AT potencjału przekazania na '19 to aż 53%). Niemniej jednak zwracamy uwagę, że zakończenie wybranych inwestycji zostało opóźnione z 3Q na 4Q. W konsekwencji widzimy ryzyko, że część lokali może zostać rozliczona w wynikach dopiero 1Q'20. W efekcie nasza całoroczna prognoza ZN, zakładająca przekazanie 2 574 lokali jest optymistyczna (obecnie spodziewalibyśmy się rozliczenia bliżej 2 300 lokali).

## Prognoza wyników kwartalnych Atal

(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	60,8	240,5	-74,7%	974,9	42%
ZBNS	15,6	58,4	-73,2%	265,8	40%
Marża	25,7%	24,3%	-	27,3%	-
EBIT	7,7	52,5	-85,4%	234,6	36%
Marża	12,6%	21,8%	-	24,1%	-
Saldo na dz. fin.	-0,8	-1,0	-	-8,5	-
Zysk brutto	6,8	51,5	-86,7%	226,1	35%
Zysk netto	5,5	40,8	-86,6%	180,8	35%
Marża netto	9,0%	17,0%	-	18,5%	-
Przekazania (szt.)	174	604	-71%	2 574	43%
Przychód(PLN k/lok.)	344	395	-13%	379	-

Źródło: Atal, P - prognoza Domu Maklerskiego mBanku  
\*wykonanie rocznej prognozy po 9M'19

### Develia: Wyniki lepsze r/r ze względu na dodatnią rewaluację (pozytywny wpływ zmian kursowych); EBIT bez rewaluacji niższy r/r

- Develia opublikuje wyniki 14 listopada
- W 3Q'19 Develia rozliczy w wynikach zaledwie 105 mieszkań, -69% r/r.
- W segmencie mieszkaniowym oczekujemy wzrostu średniej ceny rozliczonego mieszkania oraz istotnej poprawy marży względem niskiej bazy w 3Q'18 (29,3% vs. 24,3%).
- W segmencie komercyjnym oczekujemy nieznacznego spadku NOI (-1,5%) z uwagi na sprzedaż aktywów komercyjnych w połowie kwartału.
- Zagregowaną marżę ZBNS prognozujemy na 46,7% vs. 33,9% rok wcześniej, z uwagi na lepszą marżę na sprzedaży mieszkań oraz spadek udziału tego w strukturze wyników (pochodna mniejszej liczby rozliczonych mieszkań).
- Na wyniki w 3Q'19 pozytywny wpływ będzie miała dodatnia rewaluacja aktywów komercyjnych, głównie efekt dodatnich zmian różnic kursowych (szacujemy 36 mln PLN).
- EBIT przed rewaluacją szacujemy na 21,5 mln PLN w 3Q'19, spadek o 44% r/r z uwagi na niższy poziom przekazania.

### Prognoza wyników kwartalnych Develia

(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	9M'19P	r/r
Przychody	72,3	149,7	-52%	704,0	10%
ZBNS	33,7	50,7	-34%	272,1	12%
Marża	46,7%	33,9%	-	38,6%	-
EBIT skor.	21,5	38,6	-44%	233,9	15%
Rewaluacja	36,0	-47,0	-	-8,7	-
EBIT	57,5	-8,4	-	225,2	5%
Zysk brutto	32,7	-2,4	-	190,9	9%
Zysk netto	26,5	-2,7	-	151,9	5%
Marża netto	36,7%	-1,8%	-	21,6%	-

Źródło: Develia, P - prognoza Domu Maklerskiego mBanku

### Archicom: Istotny wzrost wyników przez wyższy poziom przekazania i lepszą marżę

- Archicom opublikuje wyniki 28 listopada
- Spółka rozliczy w wynikach finansowych 3Q'19 290 mieszkań względem 133 lokali rok wcześniej. Prognozujemy przychody na poziomie 120,7 mln PLN, przy średniej cenie rozliczonego mieszkania 412 tys./lokal (485 tys. w 3Q'18 i 325 tys. w 2Q'19).
- Oczekujemy przekazania na relatywnie wysoko marżowych projektach, w efekcie prognozujemy wzrost marży deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym do 30,1% vs. 19% w 3Q'18 i 29,6% w 2Q'19.
- Wraz z wyższym poziomem przekazania prognozujemy wzrost ZBNS o 163% r/r do 36,6 mln PLN.
- Rewaluację szacujemy na 1,4 mln PLN (pozytywny wpływ umocnienia EUR/PLN, częściowo skompensowany zakładanymi kosztami w związku z zamknięciem transakcji sprzedaży aktywów komercyjnych).
- EBIT bez rewaluacji szacujemy na 26,2 mln PLN.

### Prognoza wyników kwartalnych Archicom

(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	9M'19P	r/r
Przychody	120,7	67,1	79,8%	416,2	89,5%
ZBNS	36,6	13,9	162,7%	123,2	123,4%
Marża	30,3%	20,8%	-	29,6%	-
EBIT skor.	26,2	3,4	-	84,4	268,5%
Rewaluacja	1,4	0,0	-	22,4	-
EBIT	27,6	3,4	-	106,8	366,5%
Zysk brutto	26,5	2,1	-	102,5	421,8%
Zysk netto	21,0	2,0	-	80,9	521,1%
Marża netto	17,4%	3,0%	-	19,4%	-

Źródło: Archicom, P - prognoza Domu Maklerskiego mBanku



**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 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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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.

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.

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/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_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 wiążącą 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.

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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