

Atrakcyjność inwestycji w akcje spółek deweloperskich

Magdalena Gostkowska-Drzewicka*

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena atrakcyjności inwestycji w akcje spółek deweloperskich notowanych na GPW. Realizacja celu badań wymagała obliczenia wskaźników efektywności rynkowej giełdowych spółek deweloperskich oraz analizy danych z zastosowaniem metod statystyki opisowej. Nieliczne spółki deweloperskie osiągnęły dobre wyniki w całym badanym okresie. Wskaźniki P/E oraz P/BV , obliczone dla tych podmiotów, charakteryzują się na tle pozostałych przedsiębiorstw deweloperskich dość wysokim poziomem i stosunkowo niską zmiennością. Z uwagi na negatywne oddziaływanie uwarunkowań o charakterze koniunkturalnym należy stwierdzić, że spółki te bardzo dobrze poradziły sobie na rynku w latach 2007–2014. Można przypuszczać, że podmioty te będą generować w przyszłości wysokie zyski. Inwestycja w ich akcje powinna zatem przynieść satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Słowa kluczowe: rynek deweloperski, koniunktura w budownictwie, wycena akcji

Wprowadzenie

Kursy poszczególnych akcji oraz innych instrumentów finansowych, stanowiących przedmiot obrotu na GPW, określane są na podstawie zleceń składanych przez kupujących i sprzedających. Oznacza to, że w celu ustalenia ceny instrumentu sporządzane jest zestawienie zleceń, zawierających dyspozycje kupna i sprzedaży. W efekcie ustalana jest cena rynkowa instrumentu, która jednak rzadko bywa tożsama z jego wartością. Ideą wartości jest bowiem określenie subiektywnej równowartości środków pieniężnych, odpowiadającej korzyściom z posiadania danego waloru (Jaworski 2010: 457). Wycena akcji ma zatem kluczowe znaczenie dla inwestora, który pragnie zrealizować wysoką stopę zwrotu z inwestycji. Wartość akcji, jaka jest ustalana w wyniku procesu wyceny, stanowi podstawowe kryterium podjęcia decyzji odnośnie do wyboru inwestycji. Inwestor poszukuje walorów niedowartościowanych, tj. takich, co do których spodziewany jest wzrost ceny rynkowej (Francis 2000: 229). Współcześnie stosowanym podejściem w wycenie akcji są metody dyskontowe. Wśród nich wskazuje się modele oparte na rachunku oczekiwanych wpływów z dywidend (Haugen 1996: 676), modele oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych oraz koncepcji ekonomicznej wartości dodanej (Pastusiak 2010: 195). Akcje

* dr Magdalena Gostkowska-Drzewicka, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, e-mail: mgostkowska@wzr.ug.edu.pl.

można wyceniać także poprzez pryzmat posiadanego majątku. Wadą tego podejścia jest brak związku pomiędzy wyceną bilansową aktywów a zdolnością do generowania przez nie dochodów. Z tego względu metody majątkowe nie są już współcześnie stosowane w wycenie akcji (Jajuga, Jajuga 1999: 90). W praktyce stosuje się także inne sposoby wyboru niedowartościowanych akcji. Jedną z takich metod jest analiza wskaźników efektywności rynkowej, a zwłaszcza wskaźnika ceny rynkowej do zysku na jedną akcję oraz ceny rynkowej akcji do jej wartości księgowej. Celem artykułu jest ocena atrakcyjności inwestycji w akcje spółek giełdowych prowadzących działalność deweloperską w latach 2007–2014. Realizacja tak określonego celu badań wymagała przeprowadzenia analizy wskaźników efektywności rynkowej poszczególnych spółek na tle sektora, w którym one działają. Atrakcyjność inwestycji w instrumenty finansowe emitowane przez podmioty prowadzące działalność deweloperską jest silnie uzależniona od wahań cyklu koniunkturalnego w sektorze. Zakłada się, że przedłużający się okres stagnacji na rynku budowlanym, jaki odnotowano w latach 2008–2013, był ważnym czynnikiem kształtującym sytuację finansową tych podmiotów, co przełożyło się na ich wycenę.

W badaniach wykorzystano dane statystyczne publikowane przez GPW oraz dane finansowe podmiotów wchodzących w skład indeksu sektorowego WIG-deweloperzy, począwszy od roku 2007, tj. roku, w którym indeks został obliczony po raz pierwszy. Realizacja celu badań wymagała analizy danych z zastosowaniem metod statystyki opisowej.

1. Wskaźniki efektywności rynkowej jako narzędzia oceny atrakcyjności inwestycji

Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa leży u podstaw współczesnej teorii i praktyki zarządzania finansami (Ostaszewski, Cicirko, Kreczmańska-Gigol, Russel 2009: 324). Jak podkreśla A. Dulinić (2011: 78), głównym celem przedsiębiorstwa jest zwiększenie jego wartości rynkowej oraz korzyści, jakie odnoszą właściciele (akcjonariusze) z kapitału zaangażowanego w spółkę. Dążenie do realizacji tego celu przejawia się troską spółek o utrzymanie jak najwyższej pozycji na rynku kapitałowym poprzez wzrost wartości rynkowej akcji. Rosnąca wartość rynkowa akcji utrudnia przejmowanie, zwłaszcza wrogie, spółek drogą wykupu akcji oraz zachęca inwestorów do lokowania kapitałów nie tylko w formie akcji, ale także poprzez udzielanie pożyczek, np. obligacyjnych (Bień 2005: 95).

Narzędziem oceny potencjalnych korzyści, jakie są związane z inwestowaniem w spółkę, są między innymi wskaźniki efektywności rynkowej (Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008: 195). Wskaźniki te dzieli się zazwyczaj na dwie grupy: wewnętrzne i zewnętrzne (Gabrusewicz 2014: 324).

Wskaźniki wewnętrzne są obliczane na podstawie danych pochodzących ze sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa. Z kolei do ustalenia wartości wskaźników zewnętrznych wykorzystuje się informacje dotyczące kształtowania się ceny rynkowej akcji, a zatem – pochodzące z rynku akcji.

Do najważniejszych wskaźników efektywności rynkowej należą (Gajdka, Walińska 1998: 218):

- cena rynkowa jednej akcji do zysku na jedną akcję (P/E),
- cena rynkowa jednej akcji do wartości księgowej jednej akcji (P/BV).

Wskaźnik cena do zysku jest obliczany w następujący sposób:

$$\frac{P}{E} = \frac{p_o}{EPS},$$

gdzie:

P/E – cena do zysku na jedną akcję (*price to earnings per share*),

p_o – cena rynkowa jednej akcji,

EPS – zysk na jedną akcję (*earnings per share*).

Wskaźnik P/E informuje, ile razy cena rynkowa jednej akcji jest większa od zysku przypadającego na jedną akcję i jest miarą oceny przewartościowania lub niedoszacowania kursu akcji. Wysoki poziom wskaźnika może oznaczać (Bień 2005: 99):

- przewidywaną kontynuację wysokiego tempa wzrostu zysków przypadających na jedną akcję,
- przewidywany powrót do wysokiego poziomu zysków w sytuacji, kiedy ich obecna wartość na jedną akcję jest niska,
- próbę wykupu akcji przez nabywcę, który dąży do przejęcia spółki; nabywca taki jest bowiem skłonny zapłacić za akcję wyższą cenę,
- dobrą opinię o solidności finansowej spółki, dzięki czemu nabywcy akcji są skłonni zadowolić się mniejszym zyskiem na jedną akcję.

Należy zwrócić uwagę, że bardzo wysoka wartość wskaźnika P/E może sugerować, że oczekiwania inwestorów przerastają realne możliwości osiągnięcia zysków przez spółki. Sytuacja taka może wystąpić po pierwsze w okresie narastania bańki spekulacyjnej i być sygnałem załamania na rynku akcji. Po drugie, bardzo wysokie wartości tego wskaźnika występują w przypadku pogarszającej się sytuacji finansowej spółki i związanego z tym niskiego poziomu zysku (Łuniewska, Tarczyński 2006: 50).

Z kolei niski poziom wskaźnika może być – po pierwsze – wynikiem osłabienia koniunktury w danym sektorze bądź w całej gospodarce, co może obniżyć poziom zysków lub zagrozić dalszej egzystencji spółki. Po drugie, w spółkach obarczonych wysokim poziomem ryzyka inwestycyjnego wartość wskaźnika P/E jest niższa niż w pozostałych firmach (Brigham 1997: 79). Dzieje się tak, ponieważ inwestorzy dążą do rekompensowania ryzyka oraz niepewności poprzez wyższą marżę rentowności inwestycji (Sierpińska, Jachna 2004: 214).

Ustalenie wartości referencyjnej relacji P/E w warunkach polskiego rynku kapitałowego może nastroić pewne trudności. GPW w Warszawie została reaktywowana, po blisko 50-ciu latach przerwy, w 1991 roku. Rynek ten jest więc relatywnie młody i podobnie, jak gospodarka rynkowa w Polsce, podlega silnym procesom rozwojowym. Dlatego wartości

wskaźników, jakie osiągają spółki notowane na warszawskiej GPW, mogą istotnie różnić się od tych, jakie są notowane na rynkach kapitałowych w krajach wysoko rozwiniętych, na przykład dla spółek amerykańskich przeciętne wartości relacji *P/E* w okresie ostatniego stulecia kształtowały się na poziomie od 14 do 16 (Golec 2013: 353).

Inna interpretacja wskaźnika *P/E* umożliwia określenie po upływie jakiego okresu czasu można oczekiwać zwrotu kapitału zainwestowanego w akcje spółki, przy założeniu, że przedsiębiorstwo będzie w przyszłości generować zyski na dotychczasowym poziomie. Właściciel akcji otrzyma bowiem część zysku netto w postaci dywidendy. Natomiast pozostała część zysku netto (zysk zatrzymany) zostanie wykorzystana na rozwój przedsiębiorstwa, co znajdzie odzwierciedlenie we wzroście ceny rynkowej akcji (Sierpińska, Jachna 1993: 114).

Poziom wskaźnika *P/E* jest uwarunkowany wielkością zysku na jedną akcję. Zysk przypadający na jedną akcję oblicza się według formuły:

$$EPS = \frac{ZN}{\text{Liczba wyemitowanych akcji}},$$

gdzie:

ZN – zysk netto.

Wskaźnik *EPS* odzwierciedla skalę potencjalnych korzyści akcjonariusza przy założeniu, że zwiększenie zysków przyczyni się do wzrostu dywidendy lub wpłynie na poprawę notowań akcji na rynku (Pomykańska, Pomykański 2007: 98). Kształtowaniem się poziomu tego wskaźnika są zatem zainteresowani zarówno inwestorzy oczekujący wysokiej dywidendy, jak również ci, którzy liczą na realizację dochodów kapitałowych ze wzrostu cen rynkowych akcji. Wskaźnik *EPS* nie jest jednak odpowiednim narzędziem porównań opłacalności inwestycji w akcje różnych spółek. Cena rynkowa poszczególnych akcji nie jest bowiem identyczna i z tego względu zysk netto przypadający na jedną akcję może przyjmować różne wartości. Dlatego, w celu dokonywania analiz porównawczych i oceny efektywności inwestycji kapitałowych w akcje, stosuje się wskaźnik *P/E* (Sierpińska, Jachna 2004: 214). Z kolei miernikiem odzwierciedlającym różnicę między rynkową wyceną spółki a jej wartością bilansową jest *P/BV*:

$$P/BV = \frac{\text{Cena rynkowa akcji}}{\text{Wartość księgową akcji}},$$

gdzie:

P/BV – cena rynkowa jednej akcji do wartości księgowej jednej akcji.

Znajdująca się w mianowniku powyższej formuły wartość księgowa jednej akcji jest wyznaczana w następujący sposób:

$$BV = \frac{\text{Aktywa ogółem} - \text{zobowiązania ogółem}}{\text{Liczba wyemitowanych akcji}}$$

gdzie:

BV – wartość księgowa 1 akcji (*book value*).

Wskaźnik BV odzwierciedla wartość majątku przypadającego na jedną akcję po uregulowaniu wszystkich zobowiązań spółki, a zatem – odwrotnie niż wskaźnik EPS – uwzględnia nie tylko zyski netto, ale również pozostałe składniki kapitałów własnych. Dlatego relacja P/BV jest wyznacznikiem możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Spółki o wysokiej wartości tego wskaźnika zazwyczaj dużo inwestują. Ponadto, wysoki poziom wskaźnika określa sposób finansowania przedsiębiorstwa, spółka ma bowiem relatywnie duże możliwości w zakresie pozyskania kapitału własnego w drodze nowych emisji akcji (Sierpińska, Jachna 2007: 109). Jednakże bardzo wysoka wartość relacji P/BV może być sygnałem świadczącym o przewartościowaniu akcji.

Z kolei niska wartość relacji P/BV , zwłaszcza poniżej jedności, może świadczyć o niedowartościowaniu akcji spółki bądź o mało efektywnym wykorzystaniu majątku. Tak niskie wartości wskaźnika mogą również oznaczać – po pierwsze – gwałtowny wzrost wartości księgowej, która nie została jeszcze zdyskontowana wzrostem kursu akcji, po drugie – mogą być związane z dużą podażą akcji, będącą efektem złych informacji napływających ze spółki, a zwłaszcza pogorszeniem wyniku finansowego lub przesłanek dotyczących zagrożenia upadłością.

Normy dla wskaźnika P/BV nie są jednoznacznie określone. Przyjmuje on różne wartości w poszczególnych sektorach gospodarki, odzwierciedlając stopę zwrotu z kapitału i potencjał wzrostowy przedsiębiorstw prowadzących działalność na terenie różnych krajów. Na rynkach kapitałowych w USA wartość tego wskaźnika kształtuje się w przedziale 1,3–2,0; w Japonii wynosi około 2,0; a w Polsce w granicach od 0,5 do 3,5 (Gołębiowski, Tłaczała 2005: 144).

2. Ocena atrakcyjności inwestycji w akcje spółek deweloperskich

W klasyfikacji stosowanej na potrzeby GPW w Warszawie wyodrębnia się trzy makrosektory: przemysł, finanse oraz usługi. Zgodnie z tym podziałem, sektor budownictwa traktuje się jako działalność w sferze przemysłowej. Natomiast spółki deweloperskie zalicza się wraz z bankami, rynkiem kapitałowym oraz ubezpieczeniami do makrosektora finansów (www.gpw.pl). Klasyfikacja ta podkreśla powiązania pomiędzy sektorem nieruchomości

i rynkiem kapitału finansowego. Związki te mogą być postrzegane poprzez pryzmat oddziaływania dwóch rynków¹, tj.:

- rynku nieruchomości w ujęciu rzeczowym (*physical property market*), czyli podaży i popytu nieruchomości,
- rynku kapitału (*financial property market*), reprezentowanego przez środki własne i obce wydatkowane na finansowanie inwestycji w nieruchomości.

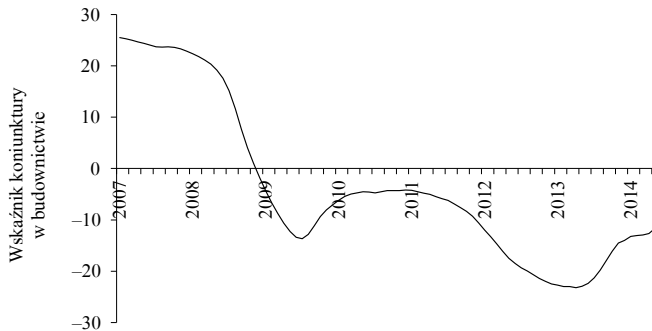
Przedmiotem działalności deweloperskiej są nowe nieruchomości budowlane. Można zatem przyjąć, że dobrym miernikiem koniunktury na rynku deweloperskim jest koniunktura w budownictwie. Sektor ten stanowi bowiem bezpośrednie otoczenie rynku deweloperskiego. Zmiany dokonujące się w budownictwie mają zatem istotne znaczenie dla przedsiębiorstw deweloperskich, ponieważ są wyznacznikiem ich możliwości rozwojowych.

Indeks WIG-deweloperzy został obliczony po raz pierwszy 15 czerwca 2007 roku. W okresie tym doszło na rynku budowlanym do nadprodukcji i zapoczątkowania nowego cyklu, poprzedzonego wystąpieniem górnego punktu zwrotnego. W roku 2008 sytuacja w budownictwie uległa dalszemu, znacznemu pogorszeniu, co związane było z globalnym kryzysem finansowym, któremu przypisuje się zmiany na krajowym rynku kredytowym. Spadek akcji kredytowej, połączony ze wzrostem marż i rygorystyczną oceną zdolności kredytowej klientów, dotyczył zwłaszcza deweloperów oraz inwestorów indywidualnych ubiegających się o kredyty hipoteczne. W roku 2009 odnotowano pierwsze dno cyklu (wskaźnik koniunktury wyniósł wtedy około -14 punktów). Odnotowane w 2010 roku nieznaczne ożywienie koniunktury było związane między innymi z budownictwem mieszkaniowym, które osiągnęło w tym okresie wyniki lepsze od spodziewanych. Było to skutkiem pewnej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, a zwłaszcza zmniejszeniu restrykcji w ocenie zdolności kredytowej klientów i obniżki marż. Jednakże impuls ten okazał się być zbyt słaby, aby doprowadzić do stałego wzrostu koniunktury. W konsekwencji, w segmencie budownictwa mieszkaniowego w latach 2011–2013 doszło do spadku koniunktury. Ostatecznie, w połowie roku 2013 odnotowano drugie dno cyklu (wartość wskaźnika koniunktury obniżyła się do poziomu -23 punktów), co zobrazowano na rysunku 1.

W drugiej połowie roku 2013 sytuacja na rynku budowlanym stopniowo ulegała poprawie. Tendencja ta była kontynuowana w kolejnym, 2014 roku. Także w roku 2015 oczekiwana jest dalsza poprawa koniunktury w budownictwie – prognozuje się, że wartość produkcji budowlano-montażowej wzrośnie o 8% w odniesieniu do roku poprzedniego. Z kolei w roku 2016 przewiduje się, że wzrost ten wyniesie 3% (PMR 2014). Szacunki te odnoszą

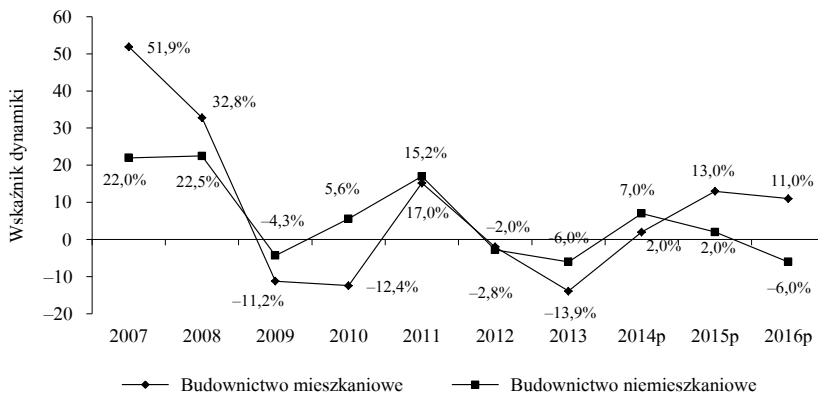
¹ Rynek nieruchomości w ujęciu rzeczowym odzwierciedla oddziaływanie między podażą a popytem i dążenie do stanu równowagi, wyrażonej typowym dla długiego okresu poziomem pustostanów. Wielkość ta wyznaczana jest na podstawie obserwacji poprzednich cykli. Powiązania rynku nieruchomości z sektorem finansowym mogą wywołać negatywne skutki dla gospodarki. Zbyt duże zaangażowanie finansowe banków na rynku nieruchomości może wywołać nadmierny wzrost inwestycji, w tym deweloperskich, i nadpodaż nieruchomości. Spowoduje to spadek dochodów z nieruchomości i załamanie zdolności kredytowej kredytobiorców, co pociągnie za sobą brak możliwości spłaty zaciągniętych przez nich zobowiązań na sfinansowanie inwestycji w nieruchomości. Wpłyne to na obniżenie płynności sektora bankowego i pogorszenie koniunktury gospodarczej (Wiśniewska 2004: 78).

się do produkcji budowlano-montażowej we wszystkich segmentach budownictwa, w tym infrastrukturalnego, które jest domeną wykonawczych firm budowlanych. Ze względu na przedmiot działalności przedsiębiorstw deweloperskich istotny jest rozwój w zakresie budownictwa mieszkaniowego i niemieszkaniowego (rys. 2).



Rysunek 1. Wskaźnik koniunktury w budownictwie w Polsce w latach 2007–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS (2014).



Rysunek 2. Dynamika produkcji budowlano-montażowej w budownictwie mieszkaniowym i niemieszkaniowym w Polsce w latach 2007–2013 i prognozy na lata 2014–2016 (%), (rok poprzedni = 100)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PMR (2014).

W latach 2014–2016 wzrost produkcji budowlano-montażowej, prognozowany w segmencie budownictwa mieszkaniowego będzie kształtował się na poziomie wynoszącym odpowiednio 2, 13 i 11%. Jednakże należy zwrócić uwagę na spadki, jakie odnotowano w okresach wcześniejszych, a zwłaszcza w latach 2012 i 2013. Wyniosły one odpowiednio

(-2,8% i (-)13,9% (rys. 2). Oznacza to, że wskaźniki dynamiki w kolejnych latach zostały oszacowane w odniesieniu do niskiej podstawy. W związku z tym przewiduje się, że ożywienie, jakie jest oczekiwane w latach 2015–2016 realnie nie przybierze znaczących rozmiarów, jednak może w pewnym stopniu wpłynąć na wyniki spółek deweloperskich notowanych na GPW². Również ze względu na prognozy w zakresie wzrostu gospodarczego³ oraz niestabilną sytuację ekonomiczno-społeczną zarówno w Unii Europejskiej, jak i w krajach Europy Wschodniej można spodziewać się utrzymania dotychczasowych tendencji wzrostu koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Z uwagi na gwałtowny wzrost kursu franka należy liczyć się ze spadkiem cen mieszkań, do którego może dojść, jeżeli kredytobiorcy nie będą w stanie spłacać zobowiązań, co w konsekwencji wpłynie również na ceny lokali z rynku pierwotnego i wyniki finansowe deweloperów. Należy zatem zachować daleko idącą ostrożność co do prognozowania ożywienia koniunktury na rynku deweloperskim.

Również sytuacja w zakresie budownictwa niemieszkaniowego w latach 2014–2016 nie ulegnie istotnej poprawie. Po 7% wzroście, przewidywanym w roku 2014, należy się spodziewać niewielkiego, wynoszącego 2% wzrostu w roku 2015. Z kolei w roku 2016 prognozuje się aż 6% spadek (rys. 2).

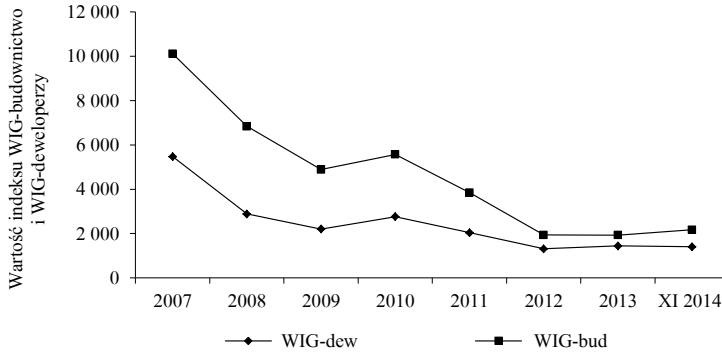
Poprawa koniunktury w budownictwie, jaka była obserwowana począwszy od drugiej połowy roku 2013, miała niewielki wpływ na zmiany wartości indeksu WIG-budownictwo, który w 2014 roku wzrósł nieznacznie, osiągając średni roczny poziom 2172 punktów. Z kolei indeks WIG-deweloperzy w roku 2014 odnotował kolejny spadek i ukształtował się na średnim rocznym poziomie wynoszącym 1402 punkty (rys. 3).

Zarówno średnia roczna wartość indeksów WIG-budownictwo, jak i WIG-deweloperzy zmniejszała się systematycznie w latach 2007–2009. W okresie tym WIG-budownictwo zmniejszył się z poziomu 10 115 do 2172 punktów, WIG-deweloperzy – z 5472 do 1402 punktów, co w obu przypadkach oznacza kilkukrotny spadek. W roku 2010 zaobserwowano nieznaczny wzrost wartości obu indeksów, jednakże nie przełamał on tendencji spadkowych, które były kontynuowane w latach 2011–2014 (rys. 3). Przedłużający się okres dekonunktury na rynku budowlanym jest zasadniczym czynnikiem kształtującym sytuację

² W 2014 r. liczba mieszkań wprowadzonych na rynek w sześciu największych aglomeracjach Polski wyniosła ponad 47,5 tys. lokali. Było to o blisko 100% więcej niż w 2013 r. i wyraźnie więcej od przeciętnej rocznej wielkości odnotowywanej w ostatnich latach, choć nadal mniej od rekordowej wielkości z 2007 roku, kiedy na rynek wprowadzono blisko 54 tys. mieszkań. Jednakże wyniki te zostały osiągnięte dzięki wyjątkowemu przesunięciu popytu. I tak, w I kwartale 2014 miały miejsce zakupy dokonywane przez osoby czekające na uruchomienie programu Mdm, a w IV kwartale – przez nabywców, zaciągających kredyty przy wkładzie własnym nie przekraczającym 10% ceny mieszkania. Tak korzystny zbieg okoliczności już się nie powtórzy, jednakże zaistniała sytuacja zapewne wpłynie na wyniki spółek deweloperskich notowanych na GPW za 2014 r. Co więcej, bardzo dobra sprzedaż odnotowana w 2014 r. doda deweloperom optymizmu i zachęci do utrzymania liczby rozpoczynanych mieszkań na dość wysokim poziomie także w 2015 roku (REAS 2014).

³ W *Założeniach do projektu ustawy budżetowej na rok 2015* początkowo zakładano, że w 2015 r. wzrost PKB będzie kształtował się na poziomie 103,8%, jednakże ostatecznie przyjęto projekt ustawy budżetowej, który skonstruowano w oparciu o prognozę wzrostu PKB o 3,4%. Z kolei Komisja Europejska zakłada wzrost polskiego PKB wynoszący 2,8% (<http://wyborcza.biz>).

finansową przedsiębiorstw prowadzących działalność budowlaną i deweloperską, co ma odzwierciedlenie w wartościach wskaźnika P/E w latach 2007–2014 (tab. 1).



Rysunek 3. Średnia roczna wartość indeksu WIG-deweloperzy i WIG-budownictwo w latach 2007–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW (2014).

Tabela 1

Wskaźnik P/E w sektorze deweloperskim i budowlanym oraz dla indeksu WIG w latach 2007–2014

Lp.	Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	XI. 2014
		P/E							
1.	Deweloperzy	11,7	2,2	0	15,6	0	0	102,9	0
2.	Budownictwo	39,6	14,4	13,4	20	9,9	0	0	16,2
3.	WIG	14,8	7,5	40,7	16,5	9,7	12,3	19,5	37,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW (2007–2014).

Wartości wskaźnika P/E obliczone dla sektora deweloperskiego odznaczają się ogromnymi fluktuacjami w całym badanym okresie. W roku 2007 i 2010 wartość tego wskaźnika była wysoka. Wynosiła odpowiednio 11,7 i 15,6. Jak już była o tym mowa – w roku 2007 odnotowano górny punkt zwrotny w koniunkturze w budownictwie. Sytuacja na rynku deweloperskim wciąż była wówczas bardzo dobra, a walory spółek – w znacznej mierze przewartościowane. Z kolei w roku 2010 oczekiwano trwałego ożywienia, a w związku z tym – wysokich zysków w przyszłych okresach. Jednakże scenariusz się nie potwierdził, a rynek budowlany i deweloperski ponownie znalazł się w stanie głębokiej zapaści. Przedłużający się okres stagnacji gospodarczej doprowadził do ograniczenia zysków realizowanych przez spółki deweloperskie, istotnie wpływając na ich wycenę, co potwierdza systematyczny spadek wartości indeksu WIG-deweloperzy (rys. 3).

W latach 2009, 2011–2012 i 2014 wskaźnik przyjął zerowe wartości, które prezentuje się w biuletynach giełdowych w sytuacji, kiedy w badanych spółkach obserwowana jest znaczna deficytowość (Sajnóg, 2014: 134). Należy zwrócić uwagę na wynoszącą aż 102,9 wartość wskaźnika P/E w roku 2013 (tab. 1). W kontekście uwarunkowań rynkowych, tak wysoka wartość wskaźnika sygnalizuje ogrom skali problemów, z jakimi borykają się spółki deweloperskie i związanego z tym niskiego poziomu realizowanego przez nie zysku. Ze względu na znaczną niepewność związaną z prognozami wzrostu produkcji w latach 2015–2016, przypuszcza się, że trendy te mogą być kontynuowane, co może oznaczać dalsze pogorszenie sytuacji niektórych przedsiębiorstw, a nawet ich upadłość. Scenariusz taki może dotyczyć zwłaszcza podmiotów, w których doszło do nagromadzenia zobowiązań z poprzednich okresów. Mogą one nie przetrwać, nawet pomimo zaangażowania w nowe projekty, co do których oczekiwana jest wysoka stopa zwrotu.

Z danych zamieszczonych w tabeli 1 wynika, że sytuacja spółek deweloperskich jest gorsza niż przedsiębiorstw wykonawczych, co potwierdza również analiza wartości indeksu WIG-budownictwo i WIG-deweloperzy zobrazowana na rysunku 3. Ze względu na planowaną realizację projektów infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej, zakłada się stopniową poprawę sytuacji finansowej spółek budowlanych w latach 2015–2016. W tym miejscu należy wspomnieć o wejściu w życie z dniem 19 października 2014 roku znowelizowanej ustawy *Prawo zamówień publicznych*. Zapisy ustawy regulują bowiem szereg istotnych z punktu widzenia rynku budowlanego zmian w postępowaniu o udzielenie zamówień publicznych. Zmiany te mogą ograniczyć powszechnie stosowaną praktykę oferowania przez wykonawców zaniżonych cen za wykonanie robót budowlanych, co ostatecznie prowadziło do obniżenia poziomu zysków firm, a nawet ich upadłości. Problemy te wynikały ze sposobu rozliczania długoterminowych kontraktów budowlanych. Zakładano bowiem nie tylko wykonywanie prac, ale i stosunkowo długie ich finansowanie przez wykonawcę. Przedsiębiorstwa budowlane ucierpiały więc przede wszystkim z powodu ponoszonych kosztów finansowych, które rosły także z powodu narzuconych przez zamawiającego warunków: skrajnie niskich marż czy nieindeksowania wzrostu kosztów budowy. Podkreślić należy, że skala problemów w sektorze budownictwa wynikała nie z braku zamówień, ale właśnie ze sposobu ich rozliczania (Kaputa, Śniezek 2013: 126).

Analiza wartości wskaźnika P/BV w sektorze deweloperskim na tle sektora budowlanego oraz całego rynku potwierdza tezę o przedłużającym się okresie stagnacji na rynku deweloperskim. Wartość tego wskaźnika, obserwowana w latach 2008–2014 kształtowała się bowiem poniżej jedności (tab. 2).

W roku 2007 wskaźnik P/BV , obliczony dla sektora deweloperskiego kształtował się na wysokim, wynoszącym 2,62 poziomie, co sugeruje optymistyczne oczekiwania względem tempa wzrostu zysków. Optymizm ten nie trwał jednak długo, bowiem już w roku 2008 wartość wskaźnika wyniosła zaledwie 0,22, co było wynikiem gwałtownego załamania koniunktury w III kwartale 2008 roku. W latach 2009–2014 wartość wskaźnika podlegała pewnym fluktuacjom, jednak ani razu nie przekroczyła wartości jeden, co wskazuje na

małe zyski spółek, niepełne wykorzystanie ich majątku oraz niską skłonność do inwestowania (tab. 2). Wartości wskaźnika P/BV dla spółek z sektora budownictwa przyjmują nieco wyższe wartości w całym badanym okresie. Tłumaczyć to należy wysokim stanem majątku, co jest znamienne dla działalności budowlanej – jest ona bowiem wysoce kapitałochłonna. Jednakże ze względu na uwarunkowania rynkowe, o których już była mowa – analizowane spółki nie były w stanie wypracować wysokich zysków.

Tabela 2

Wskaźnik P/BV w sektorze deweloperskim i budowlanym oraz dla indeksu WIG w latach 2007–2014

Lp.	Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	XI. 2014
		P/BV							
1.	Deweloperzy	2,62	0,22	0,74	0,94	0,49	0,59	0,69	0,71
2.	Budownictwo	4,37	1,72	1,77	1,79	0,77	0,98	2	1,46
3.	WIG	2,45	0,96	1,12	1,15	0,88	0,94	0,99	1,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW (2007–2014).

Dotychczasowe analizy koncentrowały się wokół całego sektora deweloperskiego. Nie odzwierciedla to jednak sytuacji w poszczególnych podmiotach, w których wskaźnik P/E osiągał bardzo zróżnicowane wartości (tab. 3).

Wskaźnik P/E obserwowany w spółkach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2014 charakteryzuje się znacznymi fluktuacjami wartości. W większości przedsiębiorstw zaobserwowano zerowe wartości wskaźnika. W niektórych podmiotach sytuacja taka była odnotowywana systematycznie przez kilka lat z rzędu. Wśród takich spółek należy wskazać zwłaszcza Gant Development, Plaza Centers czy Orco. Spółka Gant Development od 2012 roku wykazuje straty, a w wyniku utraty płynności została postawiona w stan upadłości likwidacyjnej. Postępowanie upadłościowe zostało umorzone w listopadzie 2014⁴, jednakże losy spółki nadal są niepewne, zwłaszcza ze względu na bardzo wysoki stan zadłużenia ogólnego, wynoszący w 2014 roku aż 92%. Warto wspomnieć, że Gant oraz Plaza Centers widnieją na liście alertów GPW⁵. Do końca 2014 roku znajdowały się tam również JHM oraz Wikana. Jednakże przeprowadziły one proces scalania akcji, a ich średni kurs z ostatnich trzech miesięcy jest wyższy niż 0,50 groszy, dzięki czemu od 2 stycznia 2015 roku nie będą już kwalifikowane do listy alertów.

Plaza Centers zajmuje się realizacją centrów handlowo-rozrywkowych w Europie Środkowo-Wschodniej. Problemy spółki rozpoczęły się w listopadzie 2013 roku, kiedy zarząd spółki poinformował o braku możliwości spłaty obligacji opiewających na łączną kwotę

⁴ Umorzenie postępowania upadłościowego uprawomocniło się z uwagi na brak środków w majątku emitenta wystarczających na zaspokojenie kosztów postępowania (www.gpw.pl).

⁵ Na listę alertów trafiają „spółki groszowe”, których wartość 1 akcji wynosi 0,50 zł lub mniej, których kurs charakteryzuje się wysoką zmiennością, a także spółki w stanie upadłości. Akcje spółek z listy alertów nie są uwzględniane przy ustalaniu indeksów giełdowych i są notowane w systemie kursu jednolitego (www.gpw.pl).

33 mln euro. Spółka w połowie lipca 2014 roku wdrożyła plan restrukturyzacji, zakładający działania prowadzące do zwiększenia płynności, między innymi wynoszące co najmniej 3,5 roku opóźnienie spłaty kapitału z tytułu wyemitowanych obligacji.

Tabela 3

Wskaźnik *P/E* w spółkach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2014

Lp.	Nazwa spółki	wartości wskaźnika <i>P/E</i>								
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	XI.2014	
1.	Alta	43,40	2,10	0	0	2	0	15,70	0	
2.	BBI	17,90	0	0	22,60	11,80	83,70	0	12,60	
3.	Celtic				1,25	182,90	0	0	9,00	
4.	Dom Dev	12,10	0,64	15,00	23,40	14,30	8,10	0	21,80	
5.	Echo	2,29	7,20	15,30	14,90	7,70	30,20	4,30	5,80	
6.	ED Invest				5,20	4,40	10,30	65,80	12,00	
7.	Gant Development	8,90	0,29	4,10	15,80	11,80	0	0	0	
8.	GTC	13,60	5,10	106,60	0	0	0	0	0	
9.	Immofinanz							17,60	0	
10.	INPRO					11,90	8,10	10,00	15,80	
11.	JHM					9,00	13,90	6,10	19,20	
12.	JW. Construction	22,50	0	6,00	8,70	5,40	58,30	19,10	17,90	
13.	LCC	13,60	6,90	0,72	0	6,00	16,90	6,70	13,30	
14.	Octava	2,10	0	6,90	0	5,30	0,40	33,50	0	
15.	Orco	4,30	0	0	0,50	0	0	0	0	
16.	Plaza Centers	28,70	0,90	0	0	11,20	0	0	0	
17.	Polnord	32,50	5,90	30,70	0,64	4,90	8,10	42,70	7,00	
18.	PPG								0,70	
19.	Rank Progress				5,20	3,10	6,80	94,70	0	
20.	Robyg				21,00	29,50	0	156,80	19,10	
21.	Ronson	51,60	2,60	36,30	11,80	21,00	35,50	10,40	226,30	
22.	Triton	29,70	1,40	29,60	0	7,60	0	0	0	
23.	Vantage						12,20	0	0	
24.	Warimpex	12,50	2,30	0	9,90	0	6,20	37	467,00	
25.	Wikana	0	0	24,10	16,90	0,66	3,40	67,90	0	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW (2007–2014).

Orco Property Group SA, firma deweloperska zarejestrowana w Luksemburgu, działająca na środkowoeuropejskim rynku nieruchomości biurowych, mieszkaniowych oraz hotelowych, aktualnie znajduje się w upadłości układowej i działa pod ochroną przed wierzycielami. Obecnie spółka radykalnie ograniczyła wielkość inwestycji, a od 2011 roku odnotowuje straty.

Zerowe wartości wskaźnika, świadczące o ponoszonych stratach, były systematycznie odnotowywane przez takie spółki, jak Alta, Celtic, Triton czy Vantage. Warto zwrócić uwagę, że częstym sygnałem poprzedzającym wystąpienie strat w kolejnym roku była bardzo wysoka wartość wskaźnika *P/E*. Na przykład w spółce Celtic w 2011 roku osiągnął on

poziom wynoszący 182,9, po czym rozpoczął się trwający 2 lata okres strat. Podobną sytuację zaobserwowano w GTC – w roku 2009 – wskaźnik *P/E* ukształtował się na poziomie 106,6. Następnie, przez okres pięciu kolejnych lat, spółka ponosiła straty. W obu przypadkach wysokie wartości wskaźników były związane z nagłym spadkiem zysków, które nie zostały jeszcze zdyskontowane spadkiem rynkowych cen akcji. Jak wynika ze sprawozdań finansowych, ten sam mechanizm doprowadził do ukształtowania bardzo wysokich wartości wskaźnika *P/E* w spółkach Ronson i Warimpex w roku 2014. Wyniósł on odpowiednio 226,3 i 467 (tab. 3).

Analizując dane zamieszczone w tabeli 3, można wskazać przedsiębiorstwa, które osiągały dobre wyniki w całym badanym okresie. Wskaźnik *P/E* obliczony dla tych podmiotów charakteryzuje się – na tle pozostałych spółek deweloperskich – dość wysokim poziomem i stosunkowo niską zmiennością. Do takich spółek należą: Echo, Polnord, JW. Construction, LCC czy Dom Development. Biorąc pod uwagę negatywne oddziaływanie uwarunkowań o charakterze koniunkturalnym należy stwierdzić, że spółki te bardzo dobrze poradziły sobie na rynku w latach 2007–2014. Można przypuszczać, że firmy te będą generować w przyszłości znaczne zyski – zwłaszcza w okresie dobrej koniunktury. Inwestycje w ich akcje powinny zatem przynieść wysoką stopę zwrotu.

Problemy spółek deweloperskich związane z przedłużającym się okresem dekonunktury odzwierciedlone są poprzez wartości wskaźnika *P/BV*, osiągnęte w latach 2007–2014 (tab. 4).

Tabela 4

Wskaźnik *P/BV* w spółkach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2014

Lp.	Nazwa spółki	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	XI. 2014
		wskaźnik <i>P/BV</i>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.	Alta	5,71	0,49	0,60	0,50	0,26	0,17	0,35	0,16
2.	BBI	2,14	0,59	0,84	0,88	0,54	0,76	0,79	0,47
3.	Celtic				4,80	0,74	0,36	0,26	0,58
4.	Dom Dev	3,73	2,80	1,45	1,37	0,91	0,98	1,52	1,37
5.	Echo	10,90	0,57	1,02	1,09	0,68	1,02	1,01	0,87
6.	ED Invest				2,33	0,73	1,08	0,78	0,69
7.	Gant Development	2,22	2,40	0,69	0,51	0,19	0,12	0,08	0,28
8.	GTC	2,87	0,89	1,21	1,35	0,54	0,97	0,84	0,74
9.	Immofinanz							0,66	0,56
10.	INPRO					0,77	0,73	1,12	0,72
11.	JHM					1,09	0,24	0,38	0,46
12.	JW. Construction	5,23	0,36	1,63	1,77	0,49	0,44	0,54	0,34
13.	LCC	1,52	0,28	39,50	0,70	0,38	0,50	0,65	0,60
14.	Octava	1,24	0,70	0,49	0,50	0,87	0,47	0,51	0,63
15.	Orco	1,60	0,12	0,41	0,26	0,18	0,5	0,38	0,76
16.	Plaza Centers	2,30	0,39	0,75	0,53	0,23	0,18	0,09	0,39
17.	Polnord	3,14	0,53	0,72	9,60	0,25	0,2	0,21	0,21
18.	PPG			49,76	36,23	1,11	0,74	0,44	0,07

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
19.	Rank Progress				1,17	0,77	0,93	0,53	0,28
20.	Robyg				1,01	0,53	0,67	1,10	1,37
21.	Ronson	11,94	0,43	1,55	0,98	0,53	0,51	1,09	0,89
22.	Triton	9,19	0,31	0,56	1,22	0,65	0,70	0,16	0,16
23.	Vantage						0,25	0,65	0,54
24.	Warimpex	1,63	0,33	1,85	1,46	0,42	0,67	1,23	0,47
25.	Wikana	3,66	0,62	2,54	2,21	6,20	0,58	0,88	1,36

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW (2007–2014).

W roku 2007 we wszystkich giełdowych spółkach deweloperskich wartości wskaźnika P/BV były wysokie. Kształtowały się na poziomie wynoszącym od 1,24 do aż 11,94, co wskazuje na znaczne przewartościowanie cen rynkowych akcji. Jak już wspomniano, w 2007 roku na rynku budowlanym panowała wysoka koniunktura, a inwestorzy przewidywali, iż przedsiębiorstwa deweloperskie będą nadal generować bardzo wysokie zyski. Tak się jednak nie stało i już w kolejnym, 2008 roku, wartość wskaźnika P/BV spadła do bardzo niskiego poziomu – w większości spółek kształtowała się znacznie poniżej jedności. Było to spowodowane po pierwsze, dużą podażą akcji na rynku, będącą rezultatem złych informacji napływających zarówno ze spółek, jak i otoczenia rynkowego oraz gwałtownym pogorszeniem wyników finansowych tych podmiotów oraz po drugie, wysokim ryzykiem działalności deweloperskiej. Inwestorzy – jak wspomniano – w przypadku inwestowania w spółki o wysokim ryzyku wymagają odpowiednio wyższej stopy zwrotu, co przekłada się na rynkowe ceny akcji, a w konsekwencji – wartość wskaźników P/E czy P/BV . Trend zapoczątkowany w roku 2008 był kontynuowany w latach 2009–2014 – w okresie tym wartość wskaźników P/BV kształtowała się najczęściej poniżej jedności. W badanym okresie najwyższe, zazwyczaj wynoszące powyżej jeden, wartości wskaźników osiągnęły spółki Echo oraz Dom Development. Oznacza to wyższą, w porównaniu do innych podmiotów deweloperskich, skłonność do inwestowania, a zatem świadczy o możliwym wzroście wartości tych spółek w przyszłych okresach.

Uwagi końcowe

Możliwości rozwojowe przedsiębiorstw deweloperskich są silnie uzależnione od stanu koniunktury w budownictwie. Poprzedzony wystąpieniem górnego punktu zwrotnego w 2007 roku, przedłużający się okres dekonunktury, jaki obserwowano na rynku budowlanym w latach 2008–2013, był zasadniczym czynnikiem kształtującym sytuację finansową tych podmiotów. Doprowadził on bowiem do ograniczenia realizowanych przez nie zysków. Spowodowało to po pierwsze systematyczny spadek wartości indeksu WIG-deweloperzy oraz po drugie – miało odzwierciedlenie w wartościach wskaźnika P/E oraz P/BV obliczonych dla tych spółek, co potwierdza tezę o wpływie przedłużającego się okresu stagnacji na rynku budowlanym na sytuację finansową spółek deweloperskich.

Wartość wskaźnika P/E , obliczona dla sektora deweloperskiego odznacza się ogromnymi fluktuacjami w całym badanym okresie. W latach 2009, 2011–2012 i 2014 wskaźnik przyjął zerowe wartości. Oznacza to, że spółki zaliczane do indeksu WIG-deweloperzy odnotowały wówczas znaczne starty. Podobnie kształtuje się wartość wskaźnika P/E , obserwowana w poszczególnych spółkach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2014. Niektóre podmioty ponosiły systematyczne straty przez kilka lat z rzędu. Ze względu na niepewność związaną z prognozami na lata 2015–2016 przypuszcza się, że trendy te mogą być kontynuowane, co może oznaczać dalsze pogorszenie sytuacji finansowej niektórych przedsiębiorstw, a nawet ich upadłość. Scenariusz taki może dotyczyć zwłaszcza podmiotów, w których doszło do nagromadzenia zobowiązań z poprzednich okresów. Mogą one nie przetrwać na rynku, nawet pomimo zaangażowania w nowe projekty deweloperskie, co do których oczekiwana jest wysoka stopa zwrotu.

W roku 2007 we wszystkich badanych spółkach deweloperskich wartość wskaźnika P/BV była wysoka i sygnalizowała przewartościowanie cen rynkowych akcji. Takie wyniki świadczyły o narastaniu bańki spekulacyjnej, która pękła w trzecim kwartale 2008 roku. W konsekwencji wartość wskaźnika P/BV obserwowana w latach 2008–2014, ukształtowała się poniżej jedności. Było to spowodowane dużą podażą akcji na rynku wynikającą ze złych informacji napływających zarówno ze spółek, jak i otoczenia rynkowego oraz gwałtownym pogorszeniem wyników finansowych tych podmiotów.

Niskie wartości obu analizowanych wskaźników tłumaczyć należy również wysokim ryzykiem wynikającym ze specyfiki działalności deweloperskiej. Inwestorzy w przypadku inwestowania w spółki o wysokim ryzyku wymagają odpowiednio wyższej stopy zwrotu, co przekłada się na rynkowe ceny akcji, a w konsekwencji – wartość wskaźników P/E czy P/BV .

Nieliczne spółki osiągnęły dobre wyniki w całym badanym okresie. Wskaźniki P/E oraz P/BV obliczone dla tych podmiotów charakteryzują się, na tle pozostałych przedsiębiorstw deweloperskich, dość wysokim poziomem i stosunkowo niską zmiennością. Z uwagi na negatywne oddziaływanie uwarunkowań o charakterze koniunkturalnym należy stwierdzić, że spółki te bardzo dobrze poradziły sobie na rynku w latach 2007–2014. Można przypuszczać, że będą generować w przyszłości wysokie zyski – zwłaszcza w okresie dobrej koniunktury. Inwestycja w ich akcje powinna zatem przynieść satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Literatura

- Bień W. (2005), *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa.
- Brigham E.F. (1997), *Podstawy zarządzania finansami. Tom 1*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Francis J.C. (2000), *Inwestycje, analiza i zarządzanie*, Wig-Press, Warszawa.
- Gajdka J., Walińska E. (1998), *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. Tom 1*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Gabrusewicz W. (2014), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

- Gięda Papierów Wartościowych (2014), *Biuletyn statystyczny GPW*, listopad 2014, Warszawa.
- Gięda Papierów Wartościowych (2007–2014), *Roczniki giełdowe*, Warszawa.
- Golec A. (2013), *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, w: *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wydanie trzecie zmienione, red. M. Jerzemowska, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013.
- Gołębiowski G., Tłaczała A. (2005), *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*, Difin, Warszawa.
- GUS (2014), *Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu, usługach i inwestycjach, baza bieżąca, dane miesięczne*, www.stat.gov.pl.
- Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Wig-Press, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T. (1999), *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Polskie Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jaworski J. (2010), *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu.PL, Warszawa.
- Kaputa J., Śniezek E. (2013), *Wybrane aspekty realizacji kontraktów długoterminowych w sektorze budowlanym w Polsce*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” nr 74, s. 109–129.
- Łuniewska M., Tarczyński W. (2006), *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pastusiak R. (2010), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, CeDeWu.PL, Warszawa.
- PMR (2014), *Sektor budowlany w Polsce, II połowa 2014 – prognozy rozwoju na lata 2014–2020*, www.rynekbudowlany.com.
- Pomykalska B., Pomykalski P. (2007), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- REAS (2014), *Rynek mieszkaniowy w Polsce, IV kwartał 2014 r.*, Warszawa.
- Sajnog A. (2014), *Reakcje efektywności oraz wartości rynkowej na wzrost kapitału zakładowego spółek budowlanych*, w: *Wartość rynkowa, struktura kapitału i efektywność przedsiębiorstwa*, red. N. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Sierpińska M., Jachna T. (2007), *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, wydanie trzecie zmienione i uaktualnione*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. (1993), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z. (2008), *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Wiśniewska E. (2004), *Rynek nieruchomości a gospodarka*, w: *Zachodnie rynki nieruchomości*, red. E. Kucharska-Stasiak, Twigger, Warszawa.

THE ATTRACTIVENESS OF INVESTMENT IN SHARES OF REAL ESTATE COMPANIES

Abstract: The aim of this article is to assess the attractiveness of investment in the shares of real estate development companies listed on the WSE. The implementation of the purpose required the calculation of ratios for corporate valuation of real estate companies and data analysis using methods of descriptive statistics. Only a few development companies have achieved good results throughout the period considered. *P/E* and *P/BV* ratios, calculated for these entities, in comparison with other companies, have fairly high level and relatively low volatility. Due to the negative impact of the economic cycle in construction, it should be noted that these companies coped successfully on the market in the years 2007–2014. It can be assumed that these entities will generate high profits in future. Thus, the investment in their shares should provide a high rate of return.

Keywords: real estate development market, the economic cycle in construction industry, valuation of shares

Cytowanie

- Gostkowska-Drzewicka M. (2015), *Atrakcyjność inwestycji w akcje spółek deweloperskich*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 813–828; www.wneiz.pl/frfu.