



Dom Maklerski BDM S.A.

RONSON

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(INITIAL COVERAGE)

WYCENA 1,32 PLN

11 LIPCA 2014

Przecena akcji dewelopera, trwająca niemal od listopada, stanowi naszym zdaniem pokłosie słabych wyników finansowych, które rozpoczęły się jeszcze w końcu roku 2013. Spółce udało się nieznacznie przekroczyć próg 200 mln PLN przychodów, jednak w porównaniu z rokiem 2012 wynik netto okazał się wysoce niezadowolający. Jeszcze gorzej prezentuje się perspektywa obecnego roku, w którym spółka usilnie będzie bronić się przed stratą netto. Równie słabo zapowiada się początek roku 2015. Dlatego też, decydujemy się na rozpoczęcie pokrywania spółki od zalecenia Redukuj z ceną docelową 1,32 PLN. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń przy wskaźnikach P/BV na lata 2014-2015 na poziomie odpowiednio 0,86 - 0,81x.

W bieżącym roku należy liczyć się ze spadkiem wyników finansowych Ronson, co będzie w znacznej mierze rezultatem przekazania z niskomargińowych projektów realizowanych w Poznaniu (Młody Grunwald, Chili z marżami 3-5%). Co prawda zarząd spółki od dawna wskazywał, że rok 2014 będzie znacznie poniżej oczekiwań, jednak 191 mln PLN przychodów i nieco ponad 3,9 mln PLN EBIT będzie najgorszym wynikiem patrząc od 2011 roku. Jeszcze gorzej wypada wynik netto, który według naszych założeń jest bliski 1,5 mln PLN (najgorszy rezultat w ujęciu 2008-2014).

Perspektywa nadchodzących kwartałów nie prezentuje się dla Ronsona zbyt dobrze. Spadek marży brutto i generowanie straty netto może się utrzymywać aż do 2Q'15. Uważamy również, że deweloper nie wypracuje zapowiadanych, rekordowych zysków w '15, co zarząd argumentował przekazaniem wysokomargińowych projektów w końcu przyszłego roku. Co prawda sprzedaż notarialna warszawskiej Tamki ruszy w 4Q'15, jednak inwestycje Moko, Jaśminowa i Skierniewicka (marże powyżej 30%) będą przekazywane najwcześniej od 1Q'16 i dopiero wtedy będą widoczne efekty wzrostu kontraktacji mieszkań. Dlatego też spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży w 2015 roku wyniosą ok. 345 mln PLN, a zysk netto będzie bliski 31 mln PLN (przewidywania dewelopera zakładały ponad 400 mln PLN przychodów oraz wynik netto powyżej 35 mln PLN).

W kolejnych latach Ronson zapowiada ustabilizowanie poziomu kontraktacji i sprzedaży notarialnej lokali na poziomie 800 rocznie, z czego ok. 700 dotyczyłoby rynku warszawskiego. Pozwoliłoby to na zwiększenie udziału dewelopera do ok. 7%-ego udziału w stolicy. Spółka zapowiedziała również powrót do uchwalonej polityki dywidendowej i dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami już za rok 2015.

Wycena końcowa [PLN]	1,32
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,9%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	1,48
Kapitalizacja [mln PLN]	403,1
Ilość akcji [mln. szt.]	272,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,12
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,40
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1,3%
Akcjonariat (% głosów):	
Global City Holdings	39,8%
U. Dori Group	39,8%
Amplico OFE	7,0%
ING OFE	7,3%
Pozostali	6,1%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	96,7	198,8	207,0	191,3	345,2	313,0
EBITDA [mln PLN]	1,4	27,0	19,4	4,5	47,7	43,9
EBIT [mln PLN]	0,8	26,3	18,7	3,9	47,1	43,2
Wynik netto [mln PLN]	5,4	31,3	18,4	1,5	31,3	32,4
P/BV	0,94	0,88	0,86	0,86	0,81	0,81
P/E	74,9	12,9	21,9	-	12,9	12,4
EV/EBITDA	-	20,9	27,0	-	8,4	8,2
EV/EBIT	-	21,5	27,9	-	8,5	8,3
ROE	1,3%	6,8%	3,9%	0,3%	6,3%	6,5%



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 1Q'2014	10
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	14
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	17
OBECNE I PLANOWANE PROJEKTY	17
OTOCZENIE RYNKOWE.....	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	27

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Ronson dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodom przypisaliśmy wagi 70/30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 1,30 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 1,36 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 359,2 mln PLN, czyli **1,32 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	353,9	1,30
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	371,4	1,36
C= (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa [PLN]	359,2	1,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecny rok ciężko będzie nazwać udanym dla Ronsona, biorąc pod uwagę projekty przekazywane w drugiej połowie roku. Inwestycje, takie jak Młody Grunwald czy Chili z marżą rzędu 3-5% wyraźnie odbijają się na wynikach w okresie 3-4Q'14. Spodziewamy się, że deweloper przekaze w '14 569 mieszkań, co wygeneruje ok. 191,3 mln PLN, przy marży brutto na poziomie 15%. EBIT spadnie do 3,9 mln PLN, natomiast zysk netto wyniesie niecałe 1,5 mln PLN, co będzie wynikiem najgorszym od roku 2008.

Perspektywa kolejnych kwartałów dla dewelopera nie prezentuje się zbyt dobrze. Pomimo utrzymania poziomu przekazania r/r należy liczyć się ze spadkiem wyniku netto r/r. Pogorszenie będzie widoczne już w 2Q'14, kiedy to Ronson wygeneruje jedynie 48,2 mln PLN przychodów i EBIT w wys. 3,6 mln PLN. Wynik netto w 2Q'14 spadnie do ok. 2 mln PLN, co oznacza pogorszenie o 48% r/r. Dużo słabiej zapowiadają się kolejne okresy. Według naszych założeń, w 3Q'14-1Q'15 deweloper będzie notował stratę netto. Na tak słabe rezultaty wpływ będą miały przekazania z niskomarżowych projektów w Poznaniu. Spodziewamy się także, że całoroczne wyniki Ronsona w '15 będą gorsze, aniżeli do tej pory zapowiadał zarząd. Oczekujemy, że wysokomarżowe inwestycje (Jaśminowa, Moko i Skierniewicka) będą przekazywane najwcześniej od 1Q'16, a nie jak zakładała spółka jeszcze w '15.

Lepiej zapatrujemy się natomiast na obecną ofertę Ronsona. W sprzedaży dostępnych jest obecnie ponad 850 lokali, z czego jedynie 95 jest już gotowych (głównie są to mieszkania z projektu Naturalis, położonego w podwarszawskich Łomiankach). Niedawno wprowadzony został projekt Verdis IV, liczący 98 mieszkań, który jest ostatnim etapem wysokomarżowej inwestycji na warszawskiej Woli. Liczymy, że już niedługo uruchomione zostaną też Jaśminowa, Moko, Skierniewicka (marże ok. 30%) oraz pierwszy etap poznańskiego Copernicusa. Wzrost kontraktacji do ok. 730 lokali w '14 powinien być jednak widoczny dopiero w wynikach 3-4Q'15.

W kolejnych latach spodziewamy się ustabilizowania wyników operacyjnych. Według naszych założeń spółka będzie utrzymywać poziom kontraktacji i przekazania w okolicach 800 mieszkań. Warto podkreślić, że deweloper zapowiada powrót do stałej polityki dywidendowej w 2016 r., kiedy wyniki finansowe ustabilizują swój poziom. Przyjmujemy, że wówczas co roku będzie wypłacał 100% wypracowanego zysku netto.

Podsumowując, perspektywa najbliższych kwartałów prezentuje się dla spółki bardzo słabo. Przede wszystkim wskazujemy na przekazania projektów z niską marżą w końcówce roku. Zwracamy również uwagę na opóźnienia sprzedaży notarialnej kilku wysokomarżowych inwestycji, które będą widoczne w wynikach dopiero w 2016 roku. Dlatego też rozpoczynamy pokrywanie Ronson od zalecenia Redukuj z ceną docelową 1,32 PLN. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2014-2015 przy P/BV na pułapie 0,86-0,81x.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać 560 mieszkań w 2014 r., a w 2015 ponad 800 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował na poziomie ok. 800 mieszkań.
- Zakładamy, że Ronson zakontraktuje w latach 2014-15 odpowiednio 727 i 807 lokali, a w długim terminie poziom ten będzie utrzymany.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2014-15) będzie nieznacznie wzrastać od poziomu 20%. Przyjmujemy także, że zarówno ceny mieszkań jak i koszty budowy będą wzrastać w kolejnych latach (ok. 1% r/r).
- Przyjęliśmy założenie o nieprzeznaczaniu zysku wypracowanego w '14 na dywidendę dla akcjonariuszy. Oczekujemy, że będzie ona wypłacona ponownie od 2016 r.
- Poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów. Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie rotacji liczonej w dniach. W kapitale obrotowym uwzględniamy także otrzymywane od klientów zaliczki, a następnie korygujemy o wynik EBIT.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2023 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 272,4 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 11.07.2014

Metoda DCF dała wartość spółki Ronson na poziomie 353,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 1,30 PLN.

Model DCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	191,3	345,2	313,0	288,4	301,0	310,1	319,1	328,1	337,3	346,8
EBIT [mln PLN]	3,9	47,1	43,2	31,2	33,3	34,3	35,4	35,7	36,8	37,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,7	8,9	8,2	5,9	6,3	6,5	6,7	6,8	7,0	7,0
NOPLAT [mln PLN]	3,2	38,1	35,0	25,3	26,9	27,8	28,6	28,9	29,8	29,9
Amortyzacja [mln PLN]	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
CAPEX [mln PLN]	-0,5	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	11,3	109,5	28,4	-8,7	-4,8	5,6	3,5	0,1	0,2	-1,3
FCF [mln PLN]	14,6	147,2	63,2	16,4	22,0	33,2	32,0	28,8	29,9	28,6
DFCF [mln PLN]	14,1	131,3	52,0	12,4	15,3	21,3	18,9	15,7	14,9	13,1
Suma DFCF [mln PLN]	309,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	361,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	165,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	474,3									
Dług netto [mln PLN]	120,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	353,9									
Ilość akcji [tys.]	272,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	1,30									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	-7,6%	80,5%	-9,3%	-7,9%	4,4%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
EBIT zmiana r/r	-79,1%	1104,6%	-8,2%	-27,9%	6,7%	3,3%	3,0%	0,9%	3,1%	0,4%
FCF zmiana r/r	-67,3%	908,8%	-57,1%	-74,1%	34,3%	51,2%	-3,7%	-9,8%	3,7%	-4,5%
Marża EBITDA	2,4%	13,8%	14,0%	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%	11,1%	11,1%	10,9%
Marża EBIT	2,0%	13,6%	13,8%	10,8%	11,0%	11,1%	11,1%	10,9%	10,9%	10,7%
Marża NOPLAT	1,7%	11,0%	11,2%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	8,8%	8,8%	8,6%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	84,3%	161,3%	136,9%	124,7%	127,2%	129,2%	125,5%	117,7%	112,4%	106,2%
Zmiana KO / Przychody	-5,9%	-31,7%	-9,1%	3,0%	1,6%	-1,8%	-1,1%	0,0%	-0,1%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	72,0%	-71,1%	88,1%	-35,5%	38,0%	-61,3%	-38,9%	-0,6%	-2,0%	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	77,7%	79,2%	83,3%	93,4%	92,6%	92,7%	92,7%	92,7%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	22,3%	20,8%	16,7%	6,6%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	0,0%	0,0%
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	1,24	1,30	1,37	1,46	2,27	1,75	1,98	2,35	3,02
	0,8	1,18	1,23	1,30	1,37	1,48	1,61	1,80	2,08	2,55
	0,9	1,13	1,17	1,23	1,30	1,38	1,49	1,64	1,86	2,21
	1,0	1,08	1,12	1,17	1,23	1,30	1,39	1,52	1,69	1,95
	1,1	1,04	1,07	1,11	1,16	1,23	1,31	1,41	1,55	1,76
	1,2	0,99	1,03	1,06	1,11	1,16	1,23	1,32	1,43	1,60
	1,3	0,96	0,98	1,02	1,06	1,10	1,16	1,24	1,33	1,46

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	3%	1,30	1,37	1,46	1,56	1,71	1,91	2,21	2,71	3,72
	4%	1,18	1,23	1,30	1,37	1,48	1,61	1,80	2,08	2,55
	5%	1,08	1,12	1,17	1,23	1,30	1,39	1,52	1,69	1,95
	6%	0,99	1,03	1,06	1,11	1,16	1,23	1,32	1,43	1,60
	7%	0,92	0,94	0,97	1,01	1,05	1,10	1,16	1,24	1,35
	8%	0,85	0,87	0,90	0,92	0,96	1,00	1,04	1,10	1,18
	9%	0,80	0,81	0,83	0,85	0,88	0,91	0,94	0,99	1,04

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3%	1,99	1,89	1,79	1,71	1,63	1,56	1,50	1,44	1,38
	4%	1,76	1,65	1,56	1,48	1,40	1,33	1,27	1,21	1,16
	5%	1,58	1,48	1,38	1,30	1,23	1,16	1,10	1,05	1,00
	6%	1,44	1,33	1,24	1,16	1,09	1,03	0,97	0,92	0,88
	7%	1,32	1,21	1,13	1,05	0,98	0,92	0,87	0,82	0,78
	8%	1,21	1,11	1,03	0,96	0,89	0,84	0,79	0,74	0,70
	9%	1,13	1,03	0,95	0,88	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-16 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy duże podmioty, co naszym zdaniem jedynie po części oddaje charakter działalności Ronson. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (20%/40%/40%). W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2014-15 jest notowana z ok. 30%-owym dyskontem.

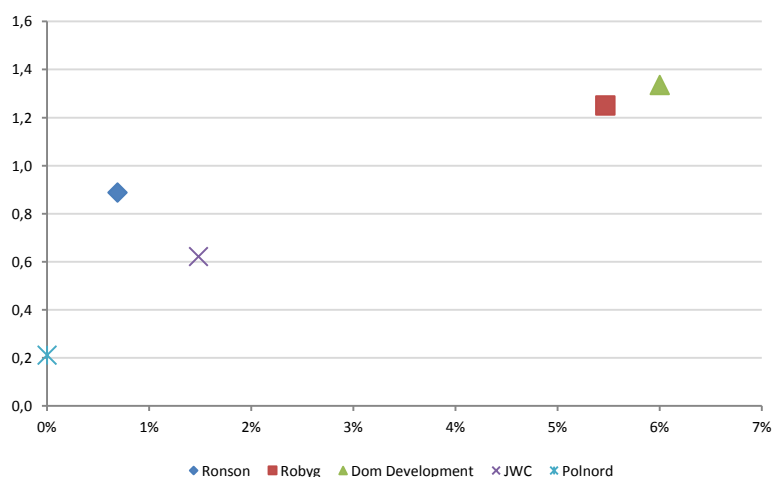
Ostateczna wycena Ronson metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **1,36 PLN**, czyli o 7,9% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Wycena porównawcza

	P/E			P/BV		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
PIK Group	6,5	4,7	4,0	1,8	1,3	1,0
Robyg	22,7	16,4	10,8	1,1	1,0	0,9
Taylor Wimpey	10,7	7,9	6,8	1,4	1,3	1,2
Bovis Homes	10,3	7,8	6,7	1,2	1,1	0,9
Barratt Developments	12,4	8,8	7,2	1,2	1,1	0,9
Dom Development	21,4	15,3	11,4	1,3	1,2	1,2
Mediana	11,6	8,3	7,0	1,2	1,2	1,0
Ronson	-	12,9	12,4	0,9	0,8	0,8
Premia/dyskonto do spółki	-	53,7%	76,9%	-29,8%	-30,1%	-18,4%
Wycena wg wskaźnika	-	0,96	0,83	2,11	2,12	1,82
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników		0,73			2,00	
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	1,36					

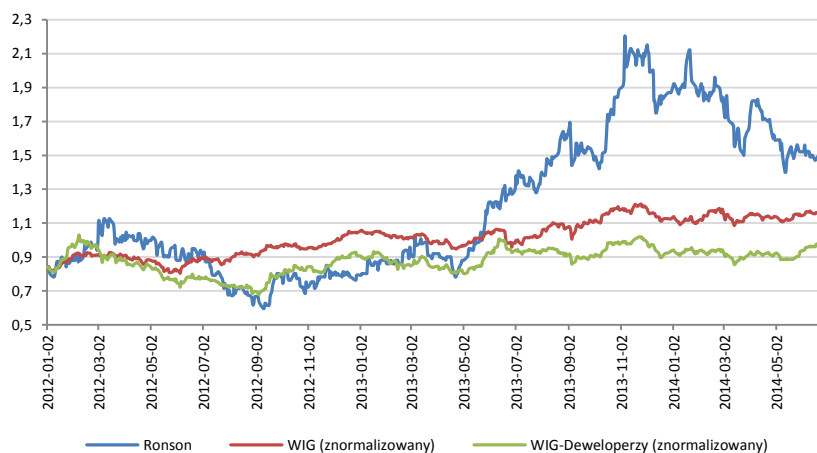
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

ROE vs P/BV Ronson



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

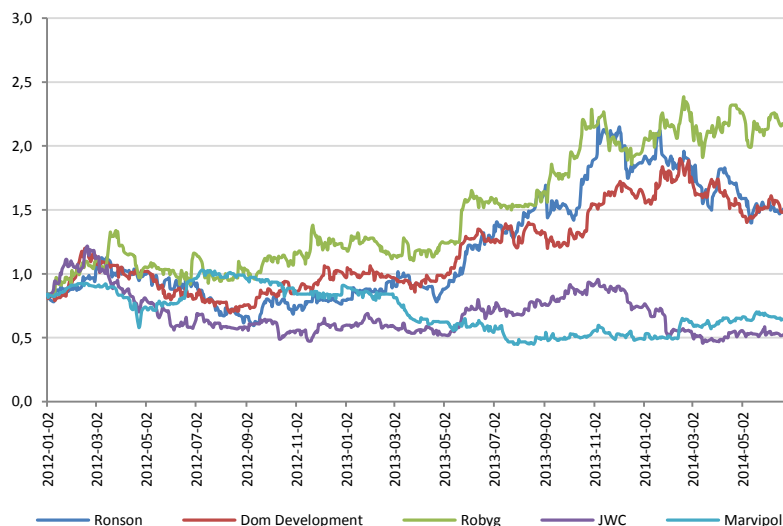
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Względem WIG i WIG-Deweloperzy kurs akcji Ronson jest zdecydowanie wyższy.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

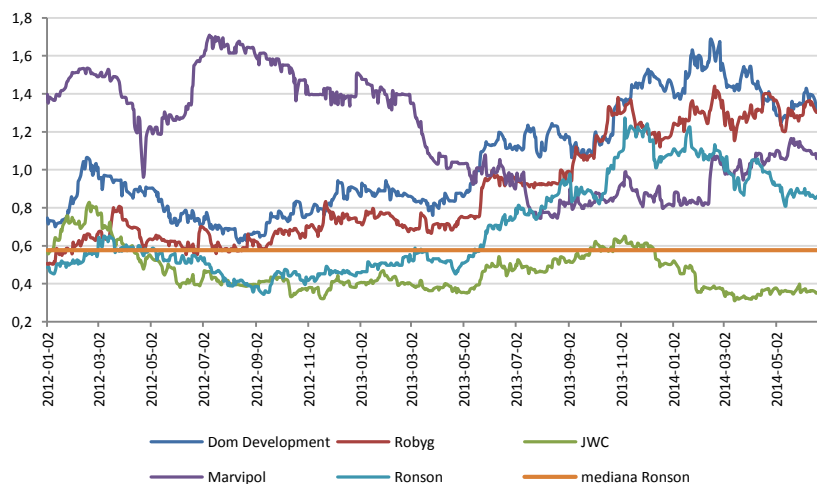
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych



Ronson jest lepiej odbierany względem JWC oraz Marvipolu. Liderem branży jest natomiast zdecydowanie Robyg, który przoduje także pod względem kontraktacji.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie zachowania P/BV Ronson na tle głównych konkurentów giełdowych



Wartość wskaźnika P/BV pokazuje istotne dyskonto względem liderów sektora mieszkaniowego oraz Marvipolu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnień w procesie budowy**
Spółka zleca budowę generalnym wykonawcom, którzy odpowiadają za realizację inwestycji oraz uzyskanie stosownych pozwoleń. Wszelkie opóźnienia rzutują na rozpoczęcie przekazania, a tym samym wypracowane wyniki.
- **Brak oferty w segmencie popularnym**
Na krajowym rynku mieszkaniowym zauważalna jest powolna tendencja zakupu nieco większych mieszkań (powyżej 55 m²). Oferta spółki nie jest jednak zdywersyfikowana, a większość projektów zaliczana jest do segmentu średniej wielkości. Brak mieszkań popularnych może skutkować spowolnieniem sprzedaży.
- **Wejście w życie rekomendacji S**
Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nakłada obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciągany kredyt mieszkaniowy od 1 stycznia 2014 r. Może to ograniczyć liczbę kupujących wśród tych rodzin, których nie stać na wniesienie wymaganego progu gotówki.
- **Wpływ ustawy deweloperskiej**
Czynnik prawny jest w sytuacji warszawskiego dewelopera bardzo istotny, ponieważ ustawa nakłada na spółki całego sektora obowiązek otwierania rachunków powierniczych, na których będą przechowywane środki pieniężne z tyt. zaliczek od nabywców lokali aż do momentu ich przekazania nowym właścicielom.
- **Dostępność środków finansowych na realizację projektów**
Pozyskanie finansowania jest kluczowe dla nabycia gruntu oraz realizacji procesu samej budowy. Od dłuższego czasu banki niechętnie spoglądają na deweloperów, przez co spółki są zmuszone do emisji obligacji. W ostatnim czasie spółce udało się uplasować obligacje o wartości 45 mln PLN obligacji, a pozyskane środki mają być przeznaczone na zakup gruntu na projekt przy ul. Jaśminowej.
- **Programy rządowe wspierające zakup mieszkania**
Jest to czynnik specyficzny dla polskiego rynku. Kolejny już państwowy program wsparcia młodych osób chcących nabyć mieszkanie (obecnie MdM, wcześniej RnS), powoduje skokowe zwiększenie sprzedaży lokali. Należy jednak mieć na uwadze, że większość mieszkań oferowanych w Warszawie nie spełnia warunków limitu cenowego (6,0 tys. PLN/m²). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku.
- **Konkurencja rynkowa**
Większość deweloperów giełdowych skupia swoje działania na rynku warszawskim, którego obecna oferta wynosi ok. 10 tys. lokali. Biorąc pod uwagę tak silną konkurencję, należy się liczyć z walką cenową.
- **Niski free float**
W wolnym obrocie pozostaje ok. 6-7% całkowitej liczby akcji, przez co płynność handlu walorami Ronson jest zdecydowanie ograniczona.

WYNIKI ZA 1Q'2014

W ujęciu przychodowym 1Q'14 okazał się dużo lepszy w porównaniu z 1Q'13. Spółce udało się wypracować 65,9 mln PLN, co oznacza poprawę o niemal 22% r/r. Dużo gorzej prezentują się jednak kolejne poziomy rachunku wyników. Zysk brutto spadł o 10,7% r/r do 13,4 mln PLN, co było również widoczne po wysokości osiągniętej marży brutto (-7,4 p.p. r/r). Także zysk operacyjny okazał się znacznie niższy niż rok wcześniej. EBIT wyniósł 5,6 mln PLN, co wiąże się ze spadkiem o 36,8% r/r. Duży wpływ miał wzrost kosztów finansowych, które podwyższyły się o 62% do 0,9 mln PLN. Finalnie odbiło się też na wyniku netto. W 1Q'14 był on bliski 4,8 mln PLN, co oznacza obniżenie o 4,2 mln PLN r/r.

Słabsze wyniki finansowe nie szły jednak w parze z rezultatami operacyjnymi. Ronson przekazał aż 197 mieszkań (+83 r/r), jednak cechowały się one dużo niższą marżą. W 1Q'13 sprzedawane notarialnie były lokale z wysokomarżowych (ok. 35%) inwestycji Verdis I i Gemini II (łącznie 67 mieszkań). W 1Q'14 dobre marże udało się pokazać na projektach Espresso I (22,4%) oraz Verdis I & II (24%). W przypadku pozostałych, spółka była zmuszona obniżyć średnie ceny za metr kwadratowy, aby wyprzedać końcówki lokali.

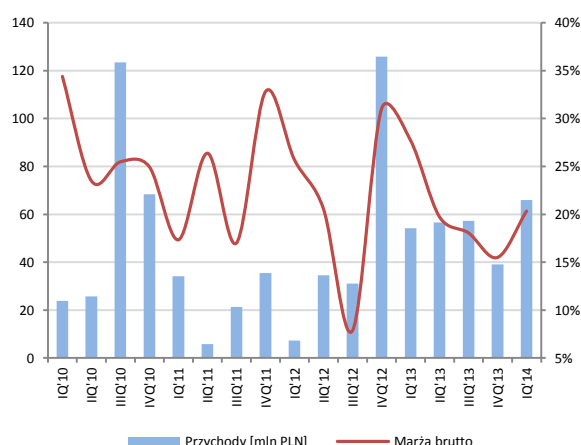
Zadowolająco prezentuje się sprzedaż w 1Q'14. Ronson znalazł nabywców na 206 mieszkań, co stanowi poprawę o 74 szt. r/r. Bardzo dobrze wygląda kontraktacja w przypadku pierwszego etapu Młodego Grunwaldu, a także Sakura III i Tamka.

Wyniki skonsolidowane Ronson [mln PLN]

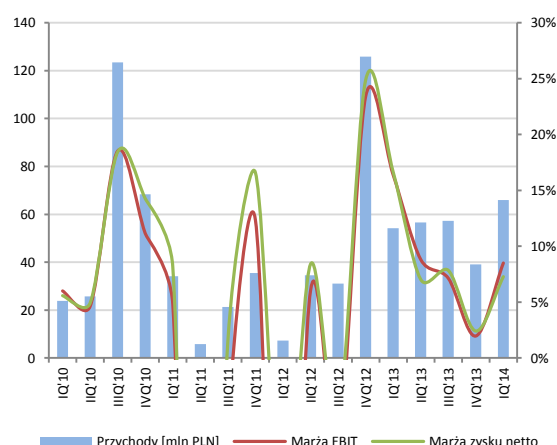
	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	54,1	65,9	21,7%	198,8	207,0	4,2%
Zysk brutto na sprzedaży	15,0	13,4	-10,7%	50,4	42,6	-15,6%
EBITDA	9,0	5,8	-36,3%	27,0	19,4	-28,3%
EBIT	8,9	5,6	-36,8%	26,3	18,7	-28,7%
Zysk netto	9,0	4,8	-46,8%	31,3	18,4	-41,2%
Marża brutto na sprzedaży	27,7%	20,3%		25,4%	20,6%	
Marża EBITDA	16,7%	8,7%		13,6%	9,4%	
Marża EBIT	16,4%	8,5%		13,2%	9,1%	
Marża zysku netto	16,6%	7,3%		15,8%	8,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs marża brutto ze sprzedaży



Marże EBIT i netto w ujęciu kwartalnym



Porównanie sprzedaży na poszczególnych projektach 1Q'13 vs 1Q'14

1Q'13			1Q'14		
Projekt	Lokale sprzedane	Pozostałe do sprzedaży	Projekt	Lokale sprzedane	Pozostałe do sprzedaży
Constans	4	9	Constans	0	2
Sakura I	4	22	Gemini II	0	2
Impressio I	12	10	Verdis I & II	5	9
Chili I	5	6	Verdis III	25	100
Naturalis II	1	32	Sakura I & II	0	11
Gemini II	8	8	Sakura III	34	82
Naturalis II	4	28	Sakura IV	0	114
Verdis I	6	28	Naturalis (3 etapy)	10	56
Panoramika I	14	43	Impressio I	2	1
Naturalis III	0	46	Impressio II	5	136
Sakura II	33	56	Chili (I & II)	1	2
Chili II	3	15	Chili III	5	31
Espresso I	24	90	Panoramika I	5	5
Verdis II	6	53	Espresso I	16	7
Młody Grunwald I	8	115	Espresso II	37	86
			Młody Grunwald I	41	38
			Młody Grunwald II	0	137
			Tamka	18	37
			Pozostałe	2	0
Razem	132	561	Razem	206	856

Porównanie przekazania na poszczególnych projektach 1Q'13 vs 1Q'14

1Q'13			1Q'14		
Projekt	Lokale przekazane	Marża	Projekt	Lokale przekazane	Marża
Gemini II	35	38,5%	Espresso I	111	22,4%
Verdis I	32	32,5%	Verdis I & II	50	24,0%
Sakura I	6	18,5%	Sakura I & II	7	14,0%
Impressio I	8	2,1%	Impressio I	2	-3,2%
Constans	2	-3,0%	Constans	1	-5,6%
Naturalis I	12	13,4%	Naturalis (3 etapy)	10	11,5%
Naturalis II	1	10,9%	Panoramika I	14	5,2%
Panoramika I	12	6,3%	Chili I & II	1	4,1%
Chili I	6	8,6%	Gemini II	1	36,0%
Pozostałe	b.d.	47,1%	Pozostałe	b.d.	37,5%
Razem	114	27,7%	Razem	197	20,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 1Q'14

Liderzy branży pokazali w 1Q'14 gorsze wyniki w porównaniu z 1Q'13. W ujęciu przychodowym najwięcej straciło JWC, którego wpływ ze sprzedaży lokali spadł o 33% do 45,4 mln PLN. Jednocześnie spadła marża brutto do 18% przez co wynik brutto wyniósł 8,2 mln PLN. EBIT dla warszawskiego konsorcjum był bliski 11,7 mln PLN (-23% r/r), jednak zysk netto wzrósł do 8,4 mln PLN, co oznacza poprawę o ok. 55% r/r. Słabiej poradził sobie także Robyg, którego przychody w 1Q'14 były porównywalne r/r. Deweloper poprawił także nieznacznie marżę brutto do 19%, jednak nie przełożyło się to na zysk operacyjny, który spadł o nieco ponad 14% r/r i wyniósł 20 mln PLN. Dużo niższy okazał się również wynik netto. Robyg wypracował 9,8 mln PLN zysku, co oznacza, że marża netto obniżyła się do 6,2% (-0,9 p.p. r/r). Gorzej zaprezentował się także Ronson. Co prawda przychody ze sprzedaży wzrosły do 65,9 mln PLN (+22% r/r), jednak już na poziomie wyniku brutto widać pogorszenie o ok. 11% r/r. Marża brutto wyniosła nieco ponad 20%, co jest wynikiem przekazania z kilku słabszych projektów. Także EBIT był dużo niższy, bowiem deweloper osiągnął 5,8 mln PLN zysku operacyjnego (-37% r/r) oraz 4,8 mln PLN zysku netto (-47% r/r). Bardzo dobry kwartał miał Marvipol,

którego łączne przychody ze sprzedaży wyniosły 187,1 mln PLN, z czego ok. 109 mln PLN z działalności deweloperskiej. Oznacza to, że dany segment wygenerował 4,5-krotnie więcej wpływów niż przed rokiem. Na tak dobry rezultat przełożyło się przekazanie 238 mieszkań z kilku wysokomarżowych projektów (m. in. Bielany Residence i Zielona Italia).

Należy zauważyć, że wszystkie wymienione spółki poprawiły poziom kontraktacji r/r. Największy progres jest zauważalny w przypadku Marvipolu, który sprzedał 270 mieszkań (+141% r/r). Spółka zapowiada podpisanie ok. 650-700 umów przedwstępnych z klientami w całym roku, na co duży wpływ będzie miało wprowadzenie do oferty kolejnych etapów Central Parku. Poziom sprzedaży został również znacznie poprawiony przez Robyg. Spółka kierowana przez prezesa Okońskiego niemal podwoiła kontraktację r/r. W 1Q'14 deweloperowi udało się zawrzeć 576 umów, co sprawia, że realne jest przekroczenie 2 tys. sprzedanych lokali już w obecnym roku. Dobrze poradziły sobie także Ronson oraz JWC. W przypadku Ronsona kontraktacja wzrosła o 56% r/r do 206 mieszkań. Na wynik w największym stopniu wpływała dobra sprzedaż lokali z inwestycji Espresso, Tamka i Młody Grunwald w Poznaniu. Również JWC poprawiło liczbę zakontraktowanych mieszkań w porównaniu z zeszłym rokiem. Spółce udało się znaleźć 248 nabywców w 1Q'14, co oznacza wzrost o ok. 31%. Pomimo dużej oferty Dom Development sprzedał „jedyńie” o 18% więcej mieszkań niż przed rokiem (400 szt.). Dlatego też zarząd zapowiedział istotne rozbudowanie oferty (o ile pozwolą na to warunki rynkowe oferta może się zwiększyć nawet o 1500 mieszkań w Warszawie i Wrocławiu).

Wyniki wybranych deweloperów w 1Q'14

	Dom Development			Ronson			Robyg			Marvipol*			JWC		
	1Q'13	1Q'14	dynamika	1Q'13	1Q'14	dynamika	1Q'13	1Q'14	dynamika	1Q'13	1Q'14	dynamika	1Q'13	1Q'14	dynamika
Przychody	220,3	198,7	-9,8%	54,1	65,9	21,7%	159,2	158,2	-0,6%	25,1	104,9	317%	67,7	45,4	-32,9%
Wynik brutto	56,0	32,6	-41,8%	15,0	13,4	-10,7%	27,4	30,0	9,8%	-	-	-	19,1	8,2	-57,3%
EBIT	33,0	8,9	-73,1%	8,9	5,6	-36,8%	23,4	20,0	-14,5%	3,0	18,9	528,7%	15,2	11,7	-22,7%
EBITDA	33,8	9,6	-71,6%	9,0	5,8	-36,3%	24,4	21,0	-13,9%	3,3	19,2	481,3%	15,3	11,8	-22,9%
Wynik netto	26,3	9,2	-64,9%	9,0	4,8	-46,8%	11,3	9,8	-13,7%	-	-	-	5,4	8,4	55,3%
Marża brutto	25,4%	16,4%		27,7%	20,3%		17,2%	19,0%		-	-		28,3%	18,0%	
Marża EBITDA	15,3%	4,8%		16,7%	8,7%		15,4%	13,3%		13,1%	18,4%		22,6%	26,0%	
Marża EBIT	15,0%	4,5%		16,4%	8,5%		14,7%	12,7%		12,0%	18,0%		22,5%	25,9%	
Marża netto	11,9%	4,7%		16,6%	7,3%		7,1%	6,2%		-	-		8,0%	18,6%	
Przekazania	519	516	-1%	114	197	73%	428	411	-4%	80	238	198%	244	169	-31%
Sprzedaż	339	400	18%	132	206	56%	303	576	90%	112	270	141%	189	248	31%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; * Wyniki Marvipolu dla segmentu deweloperskiego

Wśród deweloperów giełdowych można wyróżnić dwóch zasadniczych liderów. Dom Development jest jednym z nich, który od 1Q'11 sprzedaje kwartalnie średnio ok. 400 mieszkań. Od początku 2013 roku na czoło stawki wysunął się jednak Robyg, który w samym 1Q'14 zakontraktował 576 lokali (w '13 było to 1731). Jak widać, procentowy udział obu podmiotów w sprzedaży 7 głównych spółek notowanych na GPW, wynosi niemal 43%. W 1Q'14 znalazł nabywców na 400 mieszkań, co daje mu 17,5%-owy udział w rynku. Zauważalny jest również wzrostowy trend ogólnej liczby zakontraktowanych mieszkań. W porównaniu r/r, w 1Q'14 najwięksi giełdowi deweloperzy zwiększyli łączny wolumen o niemal 63% do poziomu 2285 lokali.

Z opublikowanych przez część spółek wyników sprzedażowych za 2Q'14 widać, że Dom Development i Robyg stabilnie zwiększają poziom kontraktacji (obie spółki +20% r/r). 20%-ową dynamikę sprzedaży utrzymało także JWC, które zakontraktowało 248 lokali w 2Q'14. Bardzo udany kwartał mają za sobą Polnord, który podpisał o 48% więcej umów niż przed rokiem (313 vs 212) oraz Marvipol, który kontynuuje dobre wyniki przedsprzedaży (136 umów w 2Q'14 względem 103 w 2Q'13). Najmniejszy przyrost jest zauważalny w przypadku gdańskiego Inpro, które znalazło nabywców na jedynie 5% więcej lokali niż przed rokiem (117 umów w 2Q'14). Na dużym plusie znalazł się także Ronson, u którego dużą popularnością wśród rezerwowanych mieszkań cieszy się projekt Moko.

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 2Q'14 (dane opublikowane przez spółki do 04.07.2014)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	zmiana 2Q'14/2Q'13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	20%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	75%
Robyg	303	402	476	550	576	480	19%
Polnord	200	212	283	401	309	313	48%
JWC (brutto)	189	205	275	272	248	248	21%
Ronson	132	163	123	154	206	210	29%
Marvipol	121	103	203	161	271	136	32%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Drugi kwartał 2014 roku powinien okazać się gorszy w ujęciu r/r. Spodziewamy się, że Ronson odnotuje spadek przychodów do poziomu 48,2 mln PLN, przy jednoczesnym utrzymaniu marży brutto na poziomie 19,8%. Słabiej prezentuje się EBIT, który zgodnie z naszymi oczekiwaniami może się obniżyć do 3,6 mln PLN (-18% r/r). Przełoży się to także na zysk netto, który spadnie do 1,9 mln PLN (-51%). Na obniżenie wyników wpłynie nieznacznie wykazywanie kosztów na projekcie Skierniewicka (w którym deweloper posiada 50% udziałów). Wyższe powinny być także koszty finansowe, które wyniosą ok. 1,4 mln PLN.

Kolejne kwartały 2014 roku zapowiadają się jako słabsze wynikowo, co przełoży się na wypracowanie jedynie 1,5 mln PLN zysku netto w ujęciu całorocznym. Spodziewamy się przekazania 569 mieszkań (+20% r/r), jednak Ronson powinien wypracować 191,3 mln PLN przychodów (-7,6% r/r) przy dużo niższej marży brutto. Oczekujemy, że spadnie ona do 15% (-5,6 p.p. r/r), co w dużej mierze będzie rezultatem sprzedaży notarialnej inwestycji prowadzonych w Poznaniu (pierwszy etap Młodego Grunwaldu, Chili III; marże bliskie zeru). Znaczny spadek będzie także widoczny na poziomach zysku operacyjnego (-67% r/r) oraz wyniku netto. Szacujemy, że w całym roku Ronson wypracuje jedynie 1,5 mln PLN.

Przychylniej patrzymy na wyniki w 2015 roku. Wysoka kontraktacja w '14 (729 lokali), która będzie podtrzymana w '15, przełoży się na wzrost przychodów ze sprzedaży do poziomu 345 mln PLN. Skokowa poprawa będzie rezultatem znacznego wzrostu przekazania (827 szt.), w tym kilku wysoce rentownych projektów (m. in. Tamka), których marża będzie wynosić >30%. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym marża brutto spółki wyniesie 22,8%. Wyższy powinien również być zysk operacyjny, który według naszych założeń będzie bliski 38 mln PLN. W rezultacie spółka wypracuje 31,3 mln PLN zysku netto. Niemniej zastrzegamy, że okres 1H'15 ciągle będzie słaby w wykonaniu Ronsona (wynik netto bliski 0). Lepiej powinien zaprezentować się rok 2016. Bardzo mocne powinny być szczególnie 1-2'Q'16, kiedy to oddawane klientom będą lokale z projektów Moko, Jaśminowa i Skierniewicka.

W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania poziomu kontraktacji i przekazania ok. 800 mieszkań rocznie, przy zachowaniu rentowności na poziomie 20-22%. Spodziewamy się także, że po bardzo dobrych wynikach w 2015 roku Ronson powróci do polityki dywidendy i będzie wypłacał 100%. Należy się również liczyć ze znacznymi zakupami gruntów. Obecny bank ziemi pozwala spółce prowadzić efektywną działalność przez ok. 3 lata. Zwracamy jednak uwagę, że grunty, które Ronson posiada w Poznaniu czy Szczecinie mogą starczyć nawet na 7-8 lat, przy założeniu sprzedaży/przekazania 100 mieszkań rocznie.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży	54,1	56,5	57,3	39,1	65,9	48,2	42,7	34,5	7,9	93,4	143,7	100,3	207,0	191,3	345,2	313,0	288,4
Wynik brutto	15,0	11,2	10,3	6,1	13,4	9,5	3,7	2,1	0,7	15,4	38,1	24,6	42,6	28,7	78,8	73,6	60,6
EBITDA	9,0	5,2	4,2	0,9	5,8	3,7	-1,8	-3,1	-3,5	7,7	28,4	16,6	19,4	4,5	47,7	43,9	31,8
EBIT	8,9	5,0	4,1	0,8	5,6	3,6	-2,0	-3,3	-3,7	7,6	28,3	16,5	18,7	3,9	47,1	43,2	31,2
Wynik netto	9,0	4,0	4,5	0,9	4,8	1,9	-2,3	-2,9	-3,0	3,9	20,3	11,5	18,4	1,5	31,3	32,4	20,8
Marża brutto	27,7%	19,7%	18,1%	15,5%	20,3%	19,8%	8,6%	6,1%	8,9%	16,5%	26,5%	24,5%	20,6%	15,0%	22,8%	23,5%	21,0%
Marża EBITDA	16,7%	9,2%	7,4%	2,3%	8,7%	7,7%	-4,3%	-9,1%	-45,0%	8,3%	19,8%	16,6%	9,4%	2,4%	13,8%	14,0%	11,0%
Marża EBIT	16,4%	8,8%	7,2%	2,0%	8,5%	7,4%	-4,7%	-9,5%	-46,9%	8,1%	19,7%	16,4%	9,1%	2,0%	13,6%	13,8%	10,8%
Marża netto	16,6%	7,0%	7,8%	2,4%	7,3%	4,0%	-5,5%	-8,4%	-38,0%	4,2%	14,1%	11,4%	8,9%	0,8%	9,1%	10,4%	7,2%
Liczba lokali sprzedanych	132	163	123	154	215	210	173	166	233	222	198	157	572	764	810	793	805
Liczba lokali przekazanych	114	127	135	98	197	135	129	108	23	269	307	228	474	569	827	841	765

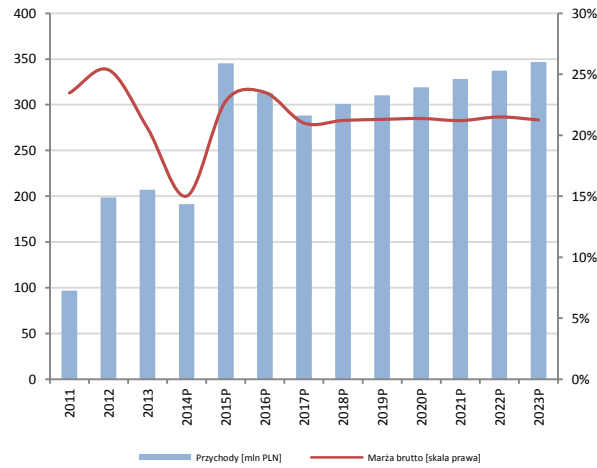
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia projektów uwzględnionych w prognozie szczegółowej na lata 2014-15

Projekt	PUM	Rozpoczęcie	Zakończenie	Przychody [mln PLN]		Zysk brutto ze sprzedaży [mln PLN]		Oczekiwana marża
				2014P	2015P	2014P	2015P	
Verdis III	7,7	4Q'13	2Q'15	0,0	40,1	0,0	10,0	25,0%
Verdis IV	4,2	2Q'14	4Q'15	0,0	14,0	0,0	3,2	23,0%
Sakura III	7,3	3Q'13	1Q'15	0,0	45,3	0,0	9,1	20,0%
Sakura IV	6,6	1Q'14	4Q'15	0,0	38,2	0,0	7,6	20,0%
Impressio II	8,4	4Q'13	2Q'15	0,0	41,3	0,0	3,3	8,0%
Chili III	2,3	3Q'13	3Q'14	6,8	3,1	0,5	0,3	8,0%
Espresso II	7,6	3Q'13	2Q'15	0,0	32,4	0,0	7,3	22,4%
Młody Grunwald I	8,5	3Q'12	2Q'14	43,3	3,5	1,3	0,1	3,0%
Młody Grunwald II	8,2	1Q'14	3Q'15	0,0	35,2	0,0	1,8	5,0%
Tamka	5,5	4Q'13	3Q'15	0,0	72,8	0,0	32,8	45,0%
Jaśminowa	9,4	3Q'14	4Q'15	0,0	37,7	0,0	11,3	30,0%
Moko	11,2	2Q'14	4Q'15	0,0	26,5	0,0	7,9	30,0%
Skierniewicka	6,1	3Q'14	4Q'15	0,0	12,8	0,0	3,2	24,0%
Copernicus	7,8	2Q'14	4Q'15	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0%
Constans				2,4	0,0	0,0	0,0	0,0%
Gemini II				1,8	0,0	0,7	0,0	36,0%
Naturalis I, II, III				17,5	8,9	2,3	1,1	12-15%
Sakura I, II				8,7	0,0	1,2	0,0	14,4%
Verdis I, II		Inwestycje gotowe		44,6	0,0	11,1	0,0	25,0%
Impressio I				1,8	0,0	0,0	0,0	0,0%
Panoramica I				9,7	0,0	0,5	0,0	5,0%
Chili I, II				2,1	0,0	0,1	0,0	5,0%
Espresso I				50,4	0,0	11,3	0,0	22,4%
Razem	100,8			189,0	411,8	29,0	99,0	17,6%

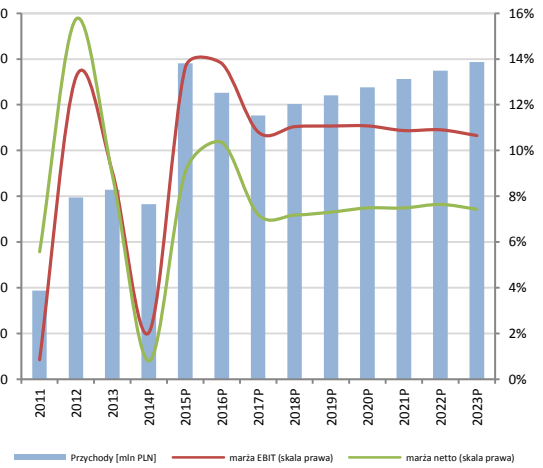
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * w przychodach uwzględniamy przychody pozostałe; ** przychody z projektu Skierniewicka są pokazywane w P&L w pozycji „Udział w zysku ze wspólnych przedsięwzięć”

Przychody [mln PLN] vs marża brutto



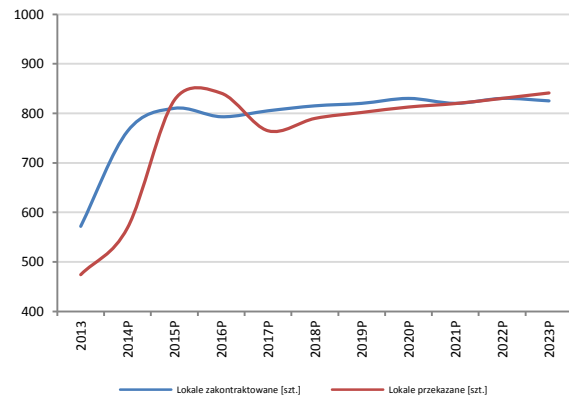
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marże EBIT i netto



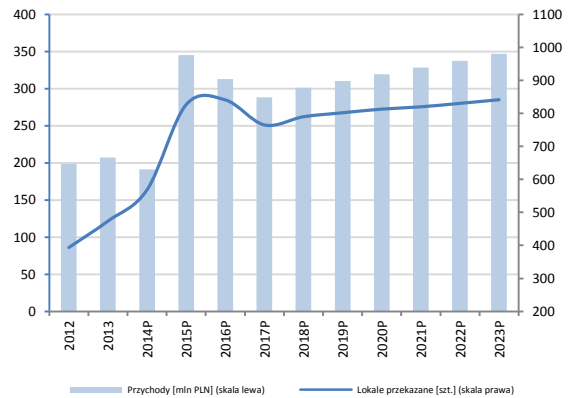
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż i przekazania mieszkań [szt.]



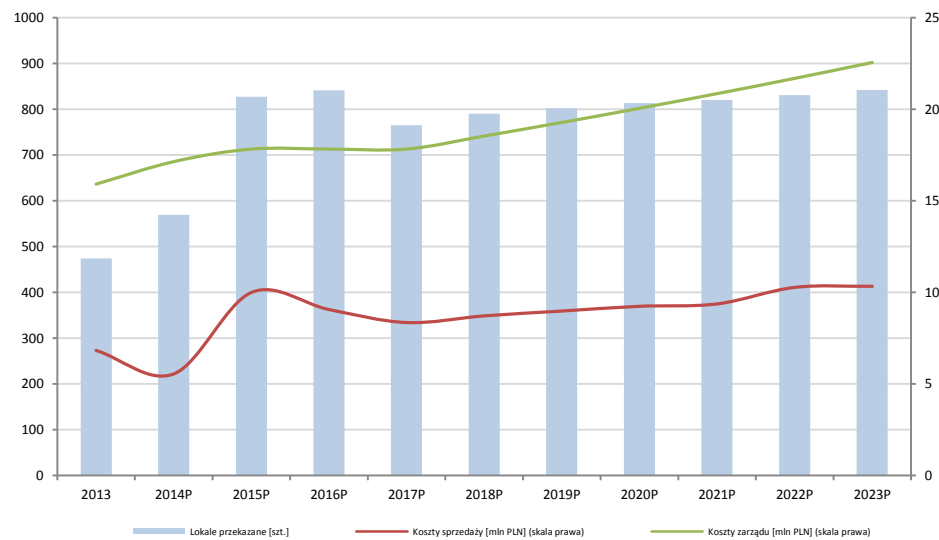
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody ze sprzedaży vs przekazania lokali



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przekazania lokali vs SG&A [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Ronson to jeden z deweloperów funkcjonujących na GPW. W Polsce jest obecny od 2000 r. Swoją działalność prowadzi w 4 dużych miastach: Warszawie (od 2000 r.), Wrocławiu, Szczecinie (od 2010 r.) i Poznaniu (od 2007 r.). Od momentu wejścia na rynek wrocławski i szczeciński udało mu się zakontraktować łącznie 1787 lokali. Obecnie w ofercie sprzedażowej znajdują się lokale z 9 ukończonych projektów oraz 7 inwestycji w toku. Docelowo bank ziemi pozwala spółce na realizację kolejnych 19 projektów, które mogą objąć 4,6 tys. lokali.

Głównym właścicielem jest spółka U. Dori Group, która wraz z Global City Holdings posiada udziały w dwóch podmiotach zależnych, posiadających łącznie 79,6% udziałów Ronsona. Od listopada 2007 roku spółka jest notowana na warszawskiej giełdzie. W ramach IPO zostało wyemitowanych 46 mln szt akcji po cenie 5,75 PLN/akcję (pozyskała wtedy 142 mln PLN netto). Następnie deweloper wyemitował 45,4 mln walorów, pozyskując 72,6 mln PLN. Obecny kapitał dzieli się na 272,4 mln szt. akcji, z czego ok. 6-7% znajduje się w wolnym obrocie.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Global City Holding	108,4	39,8%	108,4	39,8%
U. Dori Group	108,4	39,8%	108,4	39,8%
Amplico OFE	19,1	7,0%	19,1	7,0%
ING OFE	19,9	7,3%	19,9	7,3%
Pozostali	16,6	6,1%	16,6	6,1%
Razem	272,4	100,0%	272,4	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

OBECNE I PLANOWANE PROJEKTY

Większa część oferty nie dotyczy tzw. mieszkań popularnych, czyli o mniejszej powierzchni. Obecnie gotowych jest 9 projektów, z czego kilka jest wieloetapowych. W sprzedaży dostępne są 856 lokale.

Projekty gotowe

Projekt	Miasto	Data ukończenia	Łączna liczba lokali	PUM [tys. m ²]	Wielkość gruntu [tys. m ²]
Espresso I	Warszawa	1Q'14	208 mieszkań, 8 lokali komercyjnych	9,5	4,2
Verdis I	Warszawa	4Q'12	128 mieszkań, 11 lokali usługowych	9,4	16,3*
Verdis II	Warszawa	4Q'13	72 mieszkania, 6 lokali komercyjnych	4,9	
Sakura I	Warszawa	2Q'12	99 mieszkań, 21 lokali komercyjnych	8,1	21,0*
Sakura II	Warszawa	2Q'13	136 mieszkań	83	
Impressio I	Wrocław	2Q'12	70 mieszkań	4,5	14,5*
Constans	Warszawa	2010/2011	17 domów bliźniaczych	9,5	36,4
Naturalis I, II, III	Warszawa	3Q'12/3Q'13	112 lokali	6,3	31,8
Panoramika I	Szczecin	4Q'12	90 mieszkań	5,3	30,3*
Chili I	Poznań	2Q'12	30 mieszkań	2,1	39,6*
Chili II	Poznań	2Q'13	20 mieszkań	1,6	
Gemini II	Warszawa	4Q'12	167 mieszkań, 15 lokali usługowych	13,9	4,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * grunt łączny dla wszystkich etapów projektu

Projekty w toku

Projekt	Miasto	Rozpoczęcie	Planowane zakończenie	Liczba lokali	PUM [tys. m ²]	Powierzchnia gruntu [tys. m ²]
Młody Grunwald I	Poznań	3Q'12	2Q'14	136 mieszkań, 12 lokali usługowych	8,5	15,4
Młody Grunwald II	Poznań	1Q'14	3Q'15	132 mieszkania, 5 lokali usługowych	8,2	
Chili III	Poznań	3Q'13	3Q'14	38 mieszkań	2,3	39,6
Sakura III	Warszawa	3Q'13	1Q'15	145 mieszkań	7,3	21
Sakura IV	Warszawa	1Q'14	4Q'15	108 mieszkań, 6 lokali usługowych	6,6	
Verdis III	Warszawa	4Q'13	2Q'15	140 mieszkań, 6 lokali użytkowych	7,7	16,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * grunt łączny dla wszystkich etapów projektu

Projekty w toku – cd.

Projekt	Miasto	Rozpoczęcie	Planowane zakończenie	Liczba lokali	PUM [tys. m2]	Powierzchnia gruntu [tys. m2]
Espresso II	Warszawa	3Q'13	2Q'15	142 mieszkania , 10 lokali usługowych	7,6	4,8
Impressio II	Wrocław	4Q'13	2Q'15	142 mieszkania	8,4	14,5
Tamka	Warszawa	4Q'13	3Q'15	60 mieszkań, 5 lokali usługowych	5,5	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * grunt łączny dla wszystkich etapów projektu

Projekty planowane

Projekt	Miasto	Liczba lokali	PUM [tys. m2]	Powierzchnia gruntu [tys. m2]	Komentarz
Moko (Magazynowa)	Warszawa	344	23,8	12,2	Pierwszy etap ma ruszyć na przełomie 2/3Q'14; obejmie 175 mieszkań (11,2 tys. m2 PUM)
Copernicus	Poznań	307	15,2	5,6	Rozpoczęcie planowane w 3Q'14; pierwszy etap na 149 lokali (PUM 7,8 tys. m2)
Jaśminowa	Warszawa	656	49,2	118,4	Pierwszy etap będzie liczył 9,4 tys. m2 PUM i 101 mieszkań
Skierniewicka	Warszawa	458	23,9	8,9	Projekt w formie j.v.; pierwszy etap na 133 mieszkania (6,1 tys. m2 PUM)
Panoramika II	Szczecin	107	6,0	30,3*	
Verdis IV	Warszawa	78	4,0	16,3*	Ostatni etap projektu
Espresso III	Warszawa	166	9,1	-	
Chili IV	Poznań	38	2,3	39,6*	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * grunt łączny dla wszystkich etapów projektu

Ronson posiada rozległy bank ziemi w 4 miastach. Umożliwia to budowę 4,5 tys. mieszkań o łącznej powierzchni 306,4 tys. m² PUM. Spółka zamierza sprzedawać rocznie w Warszawie 500-700 lokali, natomiast w pozostałych lokalizacjach kontraktacja ma być utrzymana na poziomie 100 mieszkań rocznie. Przy utrzymaniu takiej tendencji deweloper ma zagwarantowane zachowanie dotychczasowej skali działalności na najbliższe 3-4 lata. Dodatkowo, w skład banku ziemi wchodziły obiekty biurowe o powierzchni 2,2 tys. m², które są usytuowane w Warszawie.

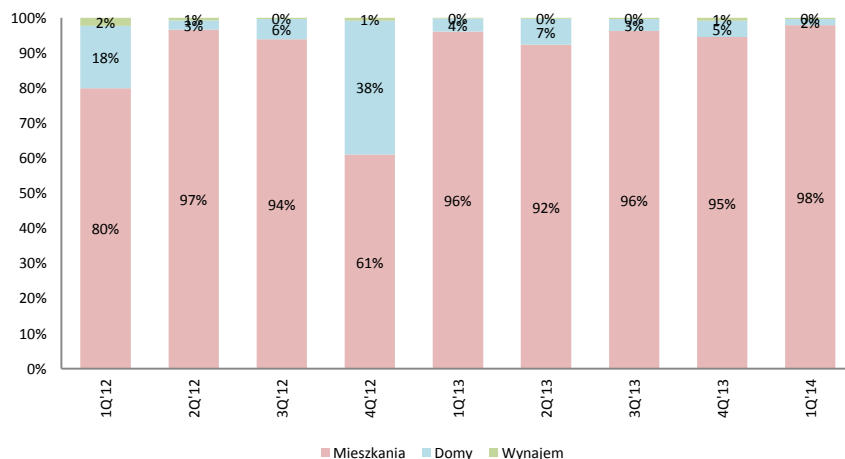
Posiadane grunty

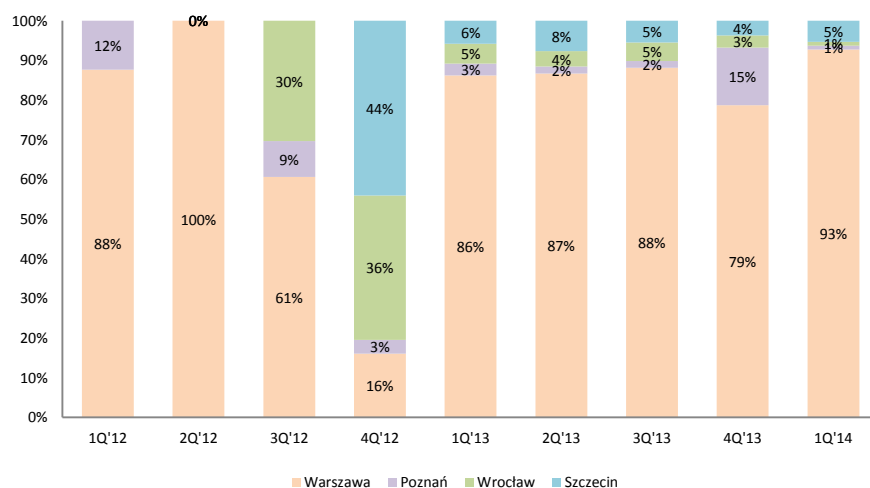
Bank ziemi	Ilość mieszkań [szt.]	PUM [tys. m2]
Warszawa	1 900	129,1
Poznań	683	38,9
Wrocław	1 007	67,5
Szczecin	951	70,9
Razem	4 541	306,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż lokali w formie mieszkań generowała ok. 95% przychodów w 2013 r. Marginalny pozostaje natomiast udział domów (projekt Constans) oraz wynajmu. Także struktura geograficzna pokazuje, że największy udział ma rynek warszawski. W 1Q'14 odpowiadał on za ok. 93% przychodów, a w kolejnych latach poziom powinien być utrzymany w okolicach 85%.

Historyczna struktura sprzedaży





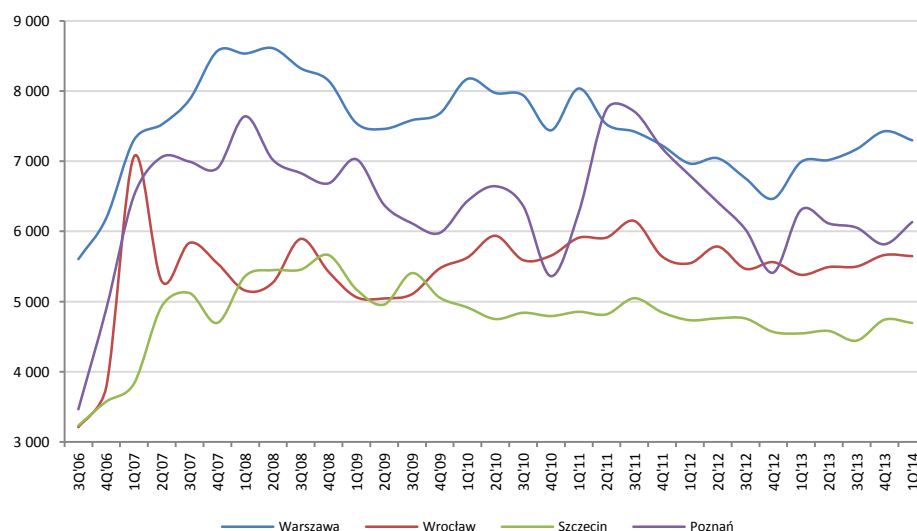
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 1Q'14 na 6 największych rynkach w kraju utrzymywała się na stabilnym, wysokim poziomie, który zachowuje się od końca 2013 r. Pomimo znacznego wzrostu liczby lokali wprowadzonych do oferty, już siódmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu spadła poniżej poziomu 40 tys., co oznacza zrównanie z liczbą zakontraktowanych mieszkań w ostatnich czterech kwartałach. Zaowocowało to wyraźnym skróceniem okresu wyprzedaży bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten spadł poniżej 4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 4,5 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 5 kwartałów. Można się zatem spodziewać, że przy utrzymaniu tego trendu, rynek z fazy równowagi może wejść w fazę nadwyżki popytu nad podażą i wzrostu cen.

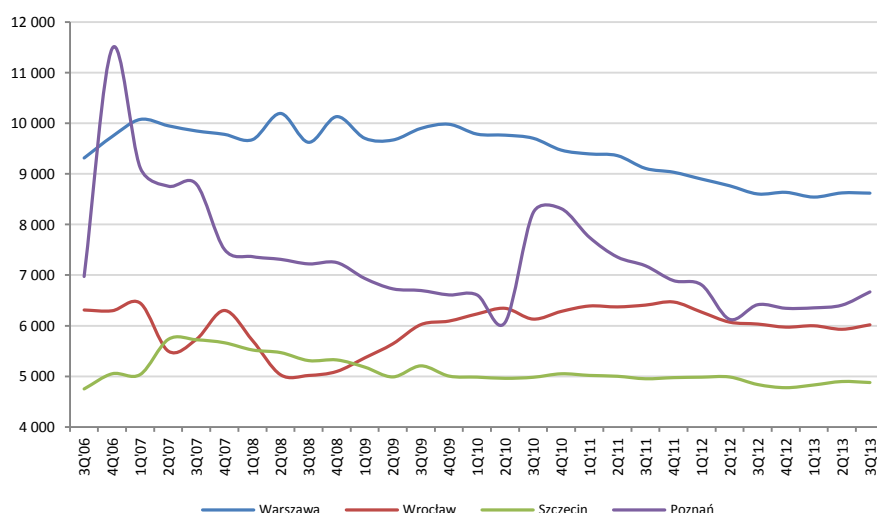
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny nieznacznie wzrosły w 1Q'14. W Warszawie spadek był wywołany m. in. wstrzymaniem kontraktacji mieszkań w projekcie Żłota 44. Obecnie średnia cena ofertowa mieszkań w stolicy wynosi ok. 7,9 tys. PLN/m².

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Ronson



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

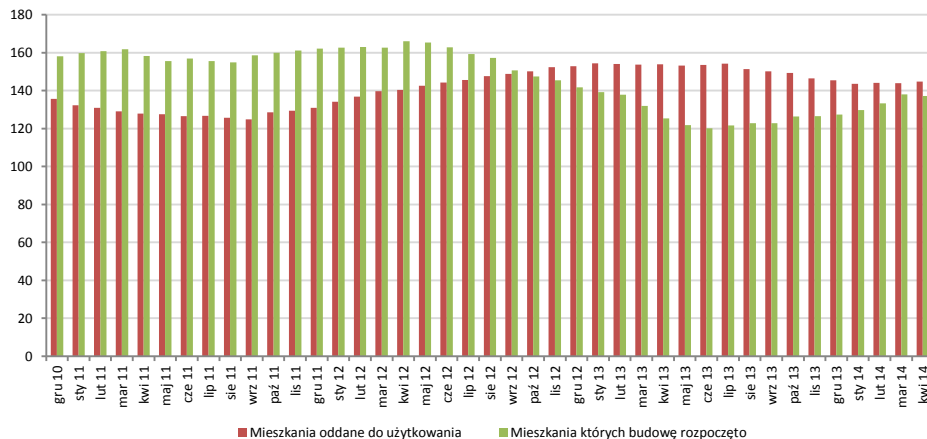
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Ronson



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

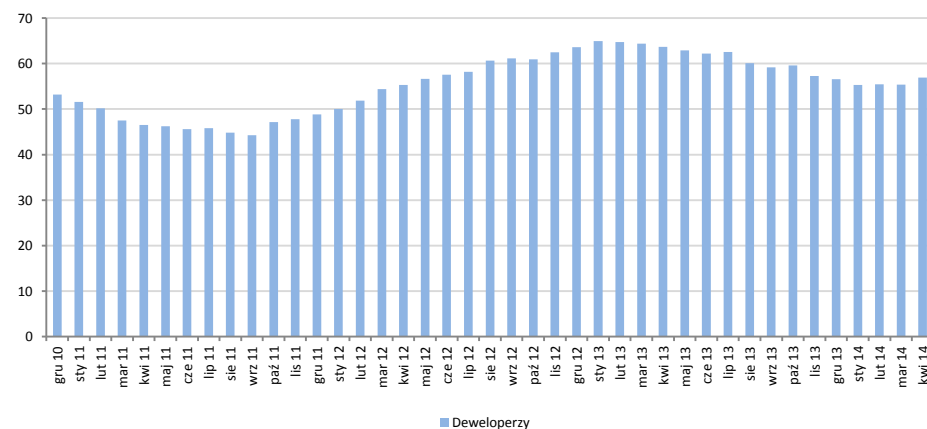
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 45% pozwoleń na budowę. Odwrotna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty dominują, utrzymując ok. 57%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Liczba rozpoczętych budów i przekazanych lokali [tys.]



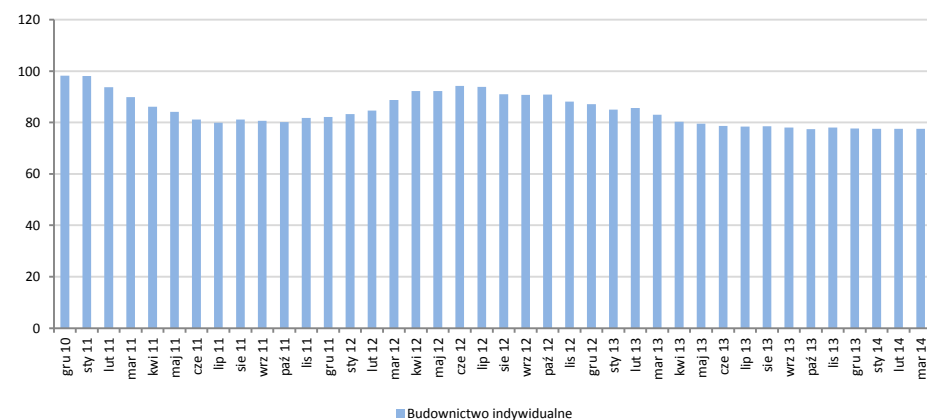
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



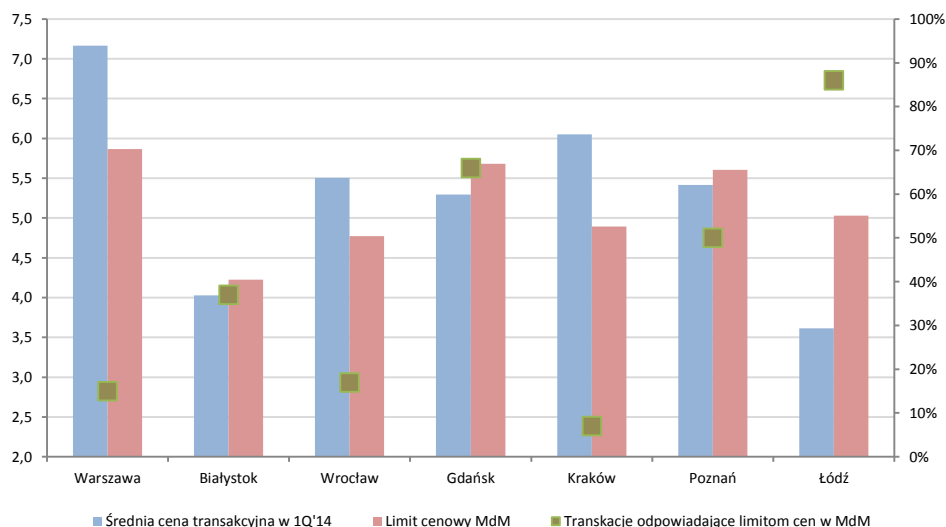
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i wcześniejsze regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja S3). Zdaniem części deweloperów koniunktura na polskim rynku mieszkaniowym poprawia się od początku 2013 r. Dzięki stopom procentowym zwiększa się zdolność kredytowa osób fizycznych związana z niższymi kosztami kredytu. Dodatkowo zauważalny jest odpływ kapitału z niskooprocentowanych depozytów, głównie na rynek nieruchomości. Niskie stopy procentowe wzmagają także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych NBP w 1Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych. Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Patrząc na działalność większości deweloperów można zauważyć, że pomimo upływu 2-óch lat od wejścia w życie „nowej” ustawy deweloperskiej, mieszkania wprowadzane do sprzedaży w 1Q'14 niemal w połowie były oferowane bez rachunku powierniczego. Spółki tłumaczą to kontynuacją kolejnych etapów realizowanych wcześniej inwestycji lub też spełnieniem formalnego wymogu ogłoszenia sprzedaży przed 29 kwietnia. Na 6 głównych rynkach tylko 28% lokali jest oferowanych z rachunkiem powierniczym.

Dosyć dyskusyjny wydaje się być wpływ programu MdM. W przypadku większości deweloperów giełdowych program ma marginalne znaczenie, zwłaszcza dla działających na terenie Warszawy. Tylko nieliczne inwestycje (jak np. pierwszy etap Central Park Marvipolu) kwalifikują się do MdM, przez co mieszkania z tych projektów najszybciej znikają z oferty. W przypadku miast z niskim limitem wpływ na kształtowanie cen jest raczej niewielki. Różnice w limitach cen powodują znaczne dysproporcje w liczbie wniosków i kwotach dopłat (co jest jednym z głównych argumentów przeciwników programu). Najwięcej zyskali mieszkańcy Warszawy (trafiło tu ok. 13 mln PLN) oraz Gdańsk (9,6 mln PLN). Nie wynika to jednak z korzystnego limitu, ale z bardzo dużej oferty. Innym skutkiem MdM jest zróżnicowany wpływ na lokalizację nowych inwestycji mieszkaniowych.

Limity cenowe dla wybranych miast w MdM

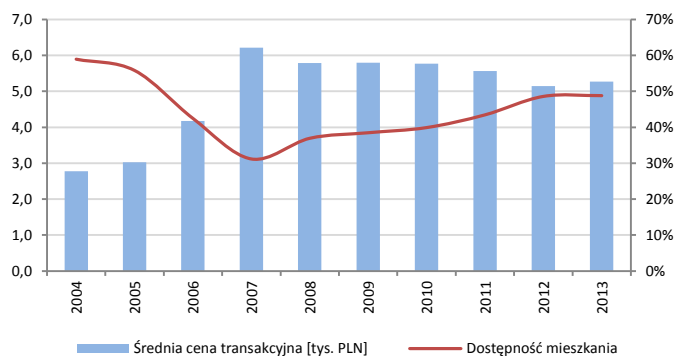


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., AMRON

Drugim rządowym programem, który może mieć wpływ na rynek, jest Fundusz Mieszkań na Wynajem. Jest to program oferowany we współpracy z BGK, który przewiduje zainwestowanie 5 mld PLN w zakup nieruchomości, a następnie ich wynajem. Portfel ma obejmować 20 tys. lokali w tym całe budynki. Zgodnie z zapowiedziami BGK pierwsze nieruchomości miały być nabyte jeszcze w pierwszej połowie 2014 r. (do tej pory brak jest jednak informacji o konkretnych zakupach).

Z danych AMRON i GUS wynika, że dostępność mieszkania za przeciętne wynagrodzenie w ostatnich dwóch latach ustabilizowała się (od 2007 roku zauważalny jest trend wzrostowy). Na zwiększenie siły nabywczej składają się dwa zasadnicze czynniki. Po pierwsze, wzrasta poziom przeciętnego wynagrodzenia netto w sektorze przedsiębiorstw (obecnie wynosi on ok. 26 tys. PLN), po drugie, dynamika zmian cen transakcyjnych (dla 7 największych miast) jest niższa od tempa wzrostu płac.

Wskaźnik dostępności mieszkania

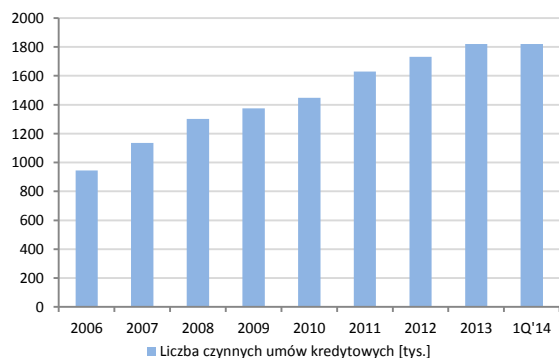


Źródło: AMRON, GUS

W 1Q'14 przyrost czynnych umów kredytowych wyniósł 88,2 tys. szt., co oznacza wzrost o niecałe 0,1% w stosunku do 4Q'13. Obecnie liczby czynnych umów o kredyt mieszkaniowy wynosi 1,8 mln. Analitycy AMRON wskazują, że łączny stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrósł o 1,3% Q/Q do poziomu 335,1 mld PLN. Jeśli tendencja się utrzyma w 2014 roku, będzie to kolejny rok stabilizacji, z którą mamy do czynienia od końca 2011 r.

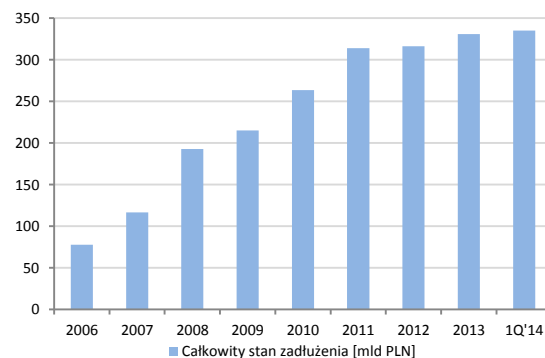
Łączna liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 1Q'14 wyniosła 41,9 tys. Oznacza to, że dynamika spadła o 7,7% q/q, a sam wynik jest najniższy od 1Q'13. Również pod względem wartości podpisywanych umów kredytowych mieliśmy do czynienia ze spadkiem o 9,4% q/q. W 1Q'14 wartość nowych kredytów hipotecznych wyniosła 8,9 mld PLN.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



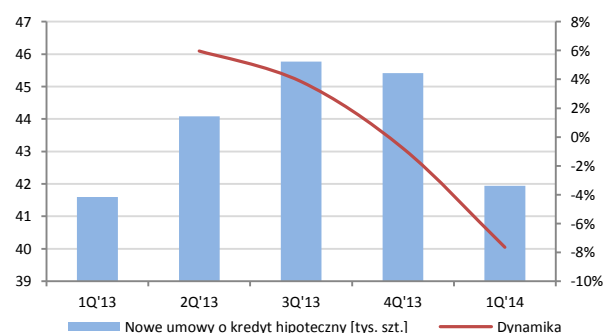
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



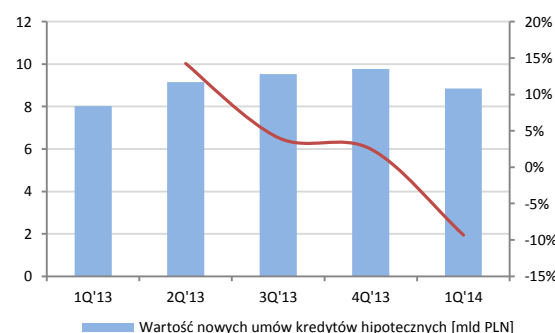
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



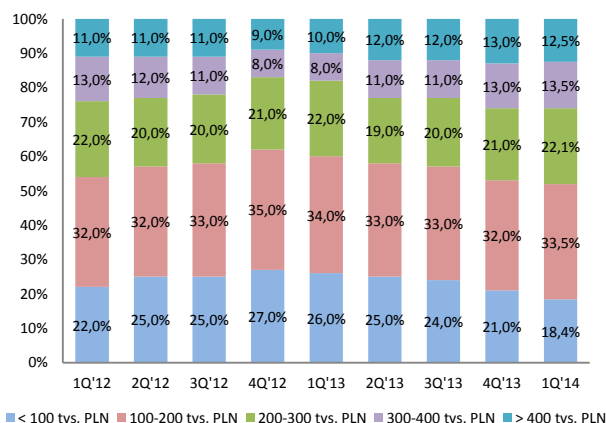
Źródło: ZBP

KNF rekomenduje bankom udzielanie kredytów w walutach obcych jedynie tym klientom, którzy posiadają przychody w danej walucie (rekomendacja wejdzie w życie 1 lipca 2014 r.). Patrząc jednak na akcję kredytową od kilku kwartałów zauważalna jest tendencja marginalizacji obcych walut względem PLN. Obecnie ok. 99% nowych kredytów hipotecznych jest udzielanych w rodzimej walucie. W 1Q'14 kredyty wyrażone w PLN stanowiły 99,5%, co oznacza wzrost o 0,4 p.p. q/q.

Przeciętna wartość kredytu mieszkaniowego udzielonego w 1Q'14 wynosiła 206 tys. PLN, co oznacza spadek o 1,5% q/q. Natomiast średnia wartość kredytu denominowanego w walucie obcej była bliska 500,3 tys. PLN. Oznacza to spadek o ponad 20% (z poziomu 628 tys. PLN). Od początku roku zauważalne były także zmiany w strukturze nowych kredytów. Kredyty o wysokości do 100 tys. PLN odpowiadały za 18,4% nowych umów. Ich udział spadł zatem o 2,8%. Banki dużo częściej udzielały kredytów o wartości 100-400 tys. PLN, z czego największy wzrost zanotowano dla grupy 200-300 tys. PLN. Najczęściej udzielano jednak kredytów o wartości 100-200 tys. PLN.

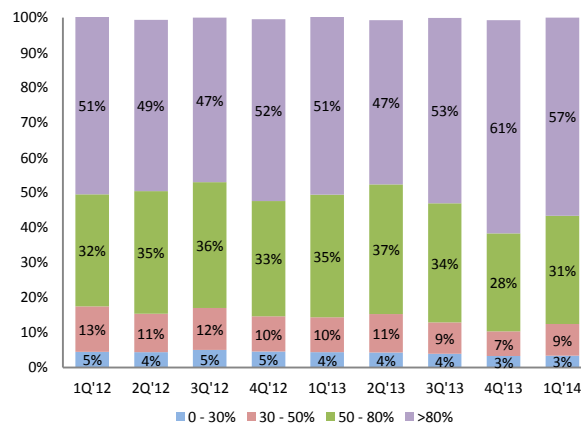
Istotny wpływ na rynek wywarł natomiast zapis o maksymalnej wartości LtV. KNF wprowadził obowiązek posiadania co najmniej 5% wkładu własnego od początku 2014 roku i coroczny wzrost o kolejne 5 p.p. Zmiana zapisów była już widoczna w 1Q'14. Kredyty o wskaźniku LtV powyżej 80% spadły o 4,6 p.p. q/q do 56,7% wszystkich nowo podpisanych umów. Banki udzieliły znacznie więcej kredytów o wskaźniku w przedziałach 30-50% oraz 50-80% (wzrosty odpowiednio o 1,5 p.p. i 3 p.p. q/q).

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów

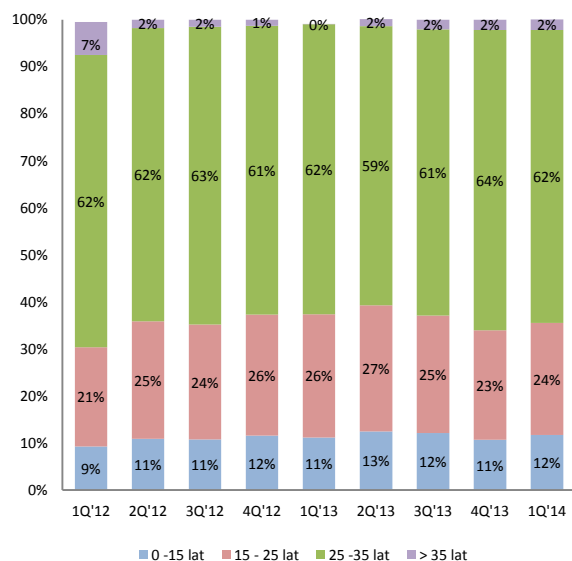


Źródło: AMRON, ZBP

KNF zaleca bankom, aby klientom detalicznym udzielać kredytów na okres nie dłuższy niż 25 lat. Okres ten może jednak być wydłużony do maks. 35 lat. Z danych NBP wynika, że blisko 2/3 kredytów zaciąganych jest na min. 25 lat, z czego ok. 2% dotyczy okresu powyżej 35 lat. W 1Q'14 wzrósł udział kredytów o krótszym okresie zapadalności, czyli do 15 lat (1 p.p. q/q) oraz w przedziale 15-25 lat (+0,5 p.p. q/q). Spadł natomiast odsetek kredytów o terminie 25-35 lat o 1,5 p.p. Mimo to stanowiły one ponad 62% ogólnej liczby udzielonych kredytów.

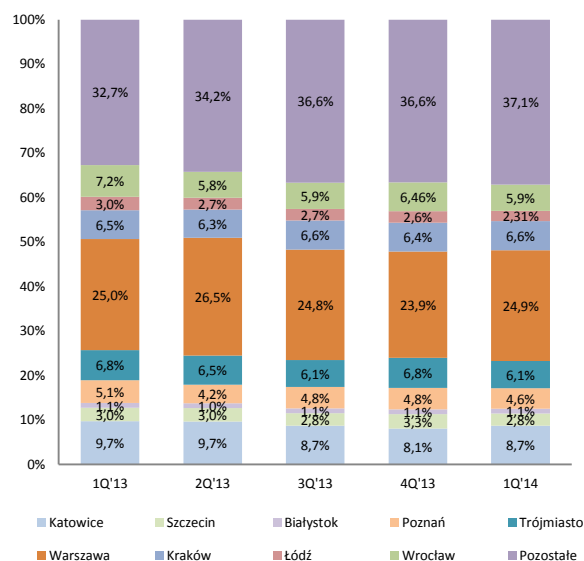
Z badań rynku przeprowadzonych przez ZBP wynika, że w 1Q'14 zwiększyła się liczba kredytów udzielonych w mniejszych miastach Polski (+0,1 p.p. q/q). Niemniej, niemal 63% całości nowych kredytów było zaciąganych w 9 największych miastach kraju. Tradycyjnie największy odsetek miał miejsce w Warszawie, gdzie odnotowano wzrost o 1 p.p. do 24,9%. Na drugim miejscu znalazły się Katowice (8,7%), a na trzecim Wrocław (spadek do 5,9%). Nieznaczne zmiany świadczą o stabilizacji struktury geograficznej polskiego rynku kredytów mieszkaniowych.

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



Źródło: AMRON, ZBP

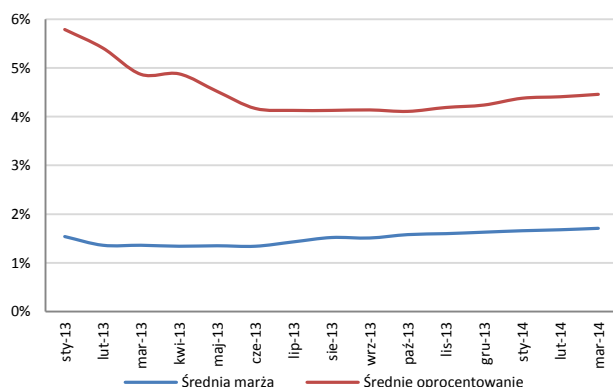
Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

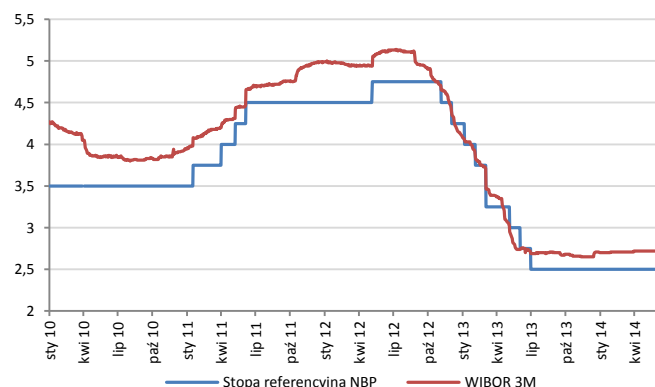
W okresie 1Q'14 banki dalej prowadziły akcję podwyższania marż kredytów hipotecznych. Średnia marża modelowego kredytu wyniosła 1,7%, co oznacza podwyżkę o niemal 0,1 p.p. q/q. Przeciętne oprocentowanie także wzrosło o 0,2 p.p. i wynosiło niecałe 4,5%. Pomimo utrzymania stopy referencyjnej NBP na poziomie 2,5%, w 1Q'14 doszło niewielkiego wzrostu stawki WIBOR.

Koszt kredytu hipotecznego



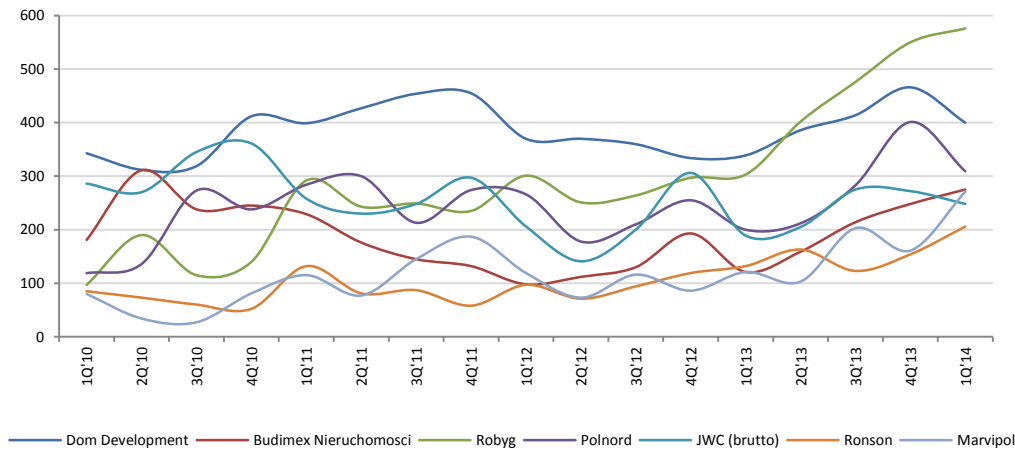
Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



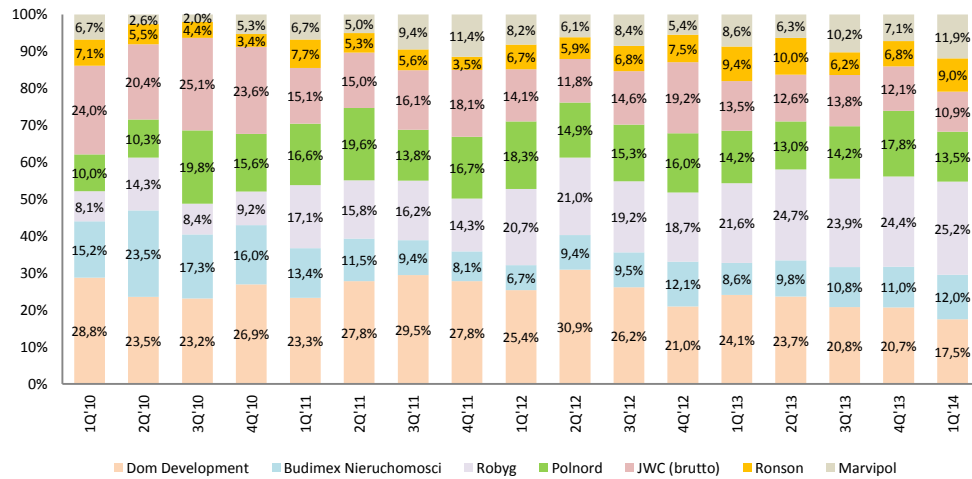
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



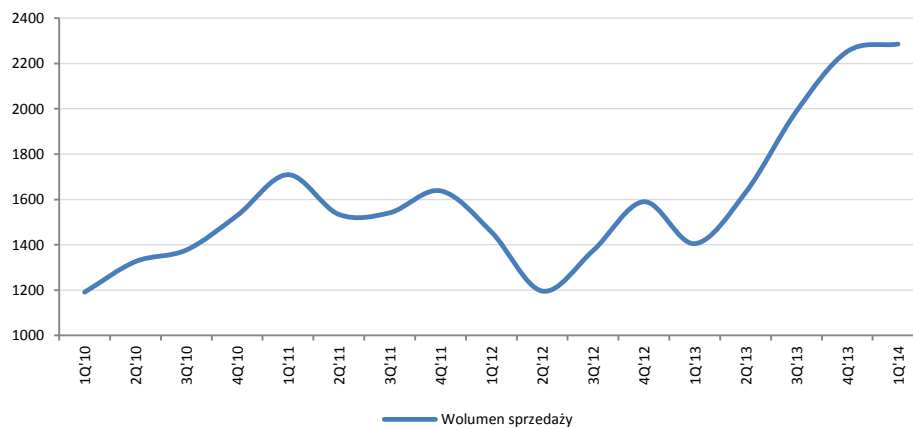
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział w sprzedaży wybranych spółek



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	37,5	40,7	45,1	37,9	32,0	32,2	32,4	32,6	32,8	32,9	33,0	33,0
RzAT	8,7	9,3	9,2	9,6	9,8	10,0	10,1	10,3	10,5	10,6	10,7	10,8
Pozostałe aktywa trwałe	28,8	31,5	35,9	28,4	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Aktywa obrotowe	749,0	713,7	771,5	742,2	737,4	645,6	647,4	648,5	649,4	648,8	600,3	600,5
Zapasy	668,1	620,3	648,7	526,1	499,0	506,3	511,2	505,2	500,0	497,0	496,8	498,8
Należności z tyt. dostaw i usług	30,7	38,0	34,8	43,1	60,1	53,0	51,2	53,0	55,5	57,5	59,1	58,9
Środki pieniężne	44,9	52,2	81,1	166,1	171,4	79,3	78,1	83,5	87,0	87,3	37,5	36,0
Pozostałe aktywa obrotowe	5,4	3,2	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Aktywa razem	786,5	754,5	816,6	780,1	769,4	677,8	679,8	681,1	682,2	681,6	633,3	633,5
Kapitał własny	459,8	467,1	468,1	499,4	500,5	488,8	489,7	490,7	492,0	492,6	493,8	493,8
Zobowiązania długoterminowe	152,9	163,8	193,3	174,0	140,0	56,4	61,4	61,4	61,4	61,4	11,4	11,4
oprocentowane	126,6	141,3	180,7	162,5	128,6	45,0	50,0	50,0	50,0	50,0	0,0	0,0
pozostałe zobowiązania długoterminowe	26,3	22,5	12,6	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Zobowiązania krótkoterminowe	173,8	123,6	155,2	106,8	128,9	132,5	128,7	128,9	128,8	127,6	128,0	128,3
z tyt. dostaw i usług	38,1	32,7	33,3	41,0	54,9	52,6	50,3	52,8	53,8	55,6	57,0	59,7
oprocentowane	67,0	20,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zaliczki od klientów	68,5	70,6	121,3	65,6	73,9	79,7	78,1	75,9	74,8	71,8	70,8	68,4
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pasywa razem	786,5	754,5	816,6	780,1	769,4	677,8	679,8	681,1	682,2	681,6	633,3	633,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	198,8	207,0	191,3	345,2	313,0	288,4	301,0	310,1	319,1	328,1	337,3	346,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,4	42,6	28,7	78,8	73,6	60,6	63,9	66,1	68,2	69,6	72,5	73,7
SG&A	22,2	22,7	22,7	27,8	26,9	26,2	27,2	28,2	29,3	30,2	32,0	32,9
Zysk (strata) na sprzedaży	28,2	19,8	6,0	50,9	46,7	34,4	36,6	37,8	38,9	39,3	40,6	40,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,0	-1,9	-2,1	-3,9	-3,5	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9
EBITDA	27,0	18,6	4,5	47,7	43,9	31,8	33,9	35,0	36,1	36,4	37,5	37,7
EBIT	26,3	18,0	3,9	47,1	43,2	31,2	33,3	34,3	35,4	35,7	36,8	37,0
Saldo działalności finansowej	2,0	-1,5	-1,8	-7,3	-6,5	-5,6	-6,6	-6,4	-5,9	-5,4	-5,0	-5,1
Zysk (strata) brutto	28,3	16,5	1,0	38,7	40,0	25,6	26,7	28,0	29,5	30,3	31,8	31,8
Zysk (strata) netto	31,3	18,4	1,5	31,3	32,4	20,8	21,6	22,7	23,9	24,6	25,8	25,8
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-35,5	53,8	13,9	98,1	59,5	22,1	14,2	26,7	25,8	23,7	24,2	24,4
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-6,7	1,8	0,6	5,5	8,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-6,3	-48,3	14,5	-18,5	-62,8	-113,4	-14,6	-20,4	-21,4	-22,6	-73,3	-25,2
Przepływy pieniężne netto	-48,6	7,3	28,9	85,0	5,3	-92,1	-1,2	5,4	3,6	0,3	-49,8	-1,5
Środki pieniężne na początek okresu	94,6	44,9	52,2	81,1	166,1	171,4	79,3	78,1	83,5	87,0	87,3	37,5
Środki pieniężne na koniec okresu	44,9	52,2	81,1	166,1	171,4	79,3	78,1	83,5	87,0	87,3	37,5	36,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	106%	4%	-8%	80%	-9%	-8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	1769%	-28%	-77%	957%	-8%	-27%	7%	3%	3%	1%	3%	0%
EBIT zmiana r/r	3089%	-29%	-79%	1105%	-8%	-28%	7%	3%	3%	1%	3%	0%
Zysk netto zmiana r/r	482%	-41%	-92%	1972%	3%	-36%	4%	5%	5%	3%	5%	0%
Marża brutto na sprzedaży	25%	21%	15%	23%	24%	21%	21%	21%	21%	21%	22%	21%
Marża EBITDA	14%	9%	2%	14%	14%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża EBIT	13%	9%	2%	14%	14%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża netto	16%	9%	1%	9%	10%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	7%
COGS / Przychody	75%	79%	85%	77%	76%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
SG&A / Przychody	11%	11%	12%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
SG&A / COGS	15%	14%	14%	10%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
ROE	7%	4%	0%	6%	6%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
ROA	4%	2%	0%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Stopa zadłużenia	45%	37%	39%	33%	26%	9%	10%	10%	10%	10%	0%	0%
Dług	207,6	172,5	182,3	162,5	128,6	45,0	50,0	50,0	50,0	50,0	0,0	0,0
Dług netto	162,6	120,3	101,2	-3,6	-42,8	-34,3	-28,1	-33,5	-37,0	-37,3	-37,5	-36,0
Dług netto / Kapitał własny	35%	26%	22%	-1%	-9%	-7%	-6%	-7%	-8%	-8%	-8%	-7%
Dług netto / EBITDA	6,0	6,2	22,4	-0,1	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto / EBIT	6,2	6,4	25,9	-0,1	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EV	565,7	523,4	504,3	399,5	360,2	368,8	375,0	369,6	366,1	365,8	365,6	367,1
Dług / EV	37%	33%	36%	41%	36%	12%	13%	14%	14%	14%	0%	0%
Zmiana KO / Przychody	-46%	-12%	-7%	-28%	-10%	4%	2%	-1%	-1%	0%	0%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-91%	-293%	86%	-64%	96%	-42%	55%	-43%	-22%	8%	9%	18%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S	2,0	1,9	2,1	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
P/E	12,9	21,9	266,7	12,9	12,4	19,4	18,7	17,8	16,9	16,4	15,6	15,6
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE	5,3	5,7	4,9	2,0	2,0	4,0	4,0	3,8	3,6	3,6	6,4	6,5
EV/EBITDA	20,9	27,0	111,7	8,4	8,2	11,6	11,1	10,6	10,2	10,1	9,7	9,7
EV/EBIT	21,5	27,9	129,0	8,5	8,3	11,8	11,3	10,8	10,4	10,3	9,9	9,9
EV/S	2,8	2,5	2,6	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
BVPS	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
EPS	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
CEPS	0,3	0,3	0,3	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2
DPS	0,00	0,03	0,00	0,00	0,12	0,12	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09
Payout ratio	0,0%	26,1%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 1,48 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl

deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
EV/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Pozzczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 11.07.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 16.07.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.
W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.
Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.