



Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

RAPORT ANALITYCZNY

Od września kurs Dom Development wzrósł o 15,5%, co naszym zdaniem jest rezultatem dużo wyższych wyników 3Q'14 niż zakładał konsensus (był to wpływ pozostałych przychodów operacyjnych w postaci kar i gwarancji ze strony generalnych wykonawców). Spodziewamy się jednak, że pomimo pozytywnego one-off'u wyniki finansowe dewelopera w '14 nie będą lepsze r/r (EBIT na poziomie 67,4 mln PLN, co oznacza spadek o 5,9 mln PLN r/r; zysk netto w okolicach 54,3 mln PLN, -0,2 mln PLN r/r). Patrząc na kolejne kwartały zwracamy uwagę na bardzo słaby początek '15. W 1H'15 spółka przekaze ok. 23% wszystkich lokali, co przełoży się na dużo gorsze rezultaty r/r (EBIT w 1H'15 może wynieść 2,1 mln PLN). Zwracamy uwagę, że oferta dewelopera nie została zbyt mocno rozbudowana (i nie należy jej oczekiwać również w 4Q'14), pomimo że liczba wydanych pozwoleń na budowę zbliża się do średniej z 4 lat, a posiadany poziom gotówki jest nienaturalnie wysoki. Na wynikach Dom Development mocno odbija się wysoki poziom kosztów SG&A, które stanowią ponad 11% przychodów (większość deweloperów utrzymuje je na poziomie 7-8% przychodów ze sprzedaży w ujęciu rocznym). Zwracamy również uwagę, że spółka jest droga wskaźnikowo na tle konkurencji. Wysokie wartości P/E oraz P/BV przy obecnej strategii rozwoju Dom Development powinny utrzymywać się do '16, kiedy to P/E zbliży się do 12,1x (na '14 prognozujemy P/E = 21,4x). Dlatego też podtrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Redukuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 41,78 PLN.

Pomimo utrzymania pozycji jednego z liderów rynku mieszkaniowego, spółka nie jest w stanie znacząco poprawić wyników finansowych. Przychody ze sprzedaży powinny wynieść ok. 780,8 mln PLN (+104,4 mln PLN r/r). Wzrost wpływów nie przełoży się jednak na rentowność brutto ze sprzedaży, która wg naszych założeń obniży się do 19,9% w '14 (-3,3 p.p. r/r). Dużo niższy powinien być również EBIT, który spadnie do 67,4 mln PLN. Na poziomie netto oczekujemy podobnego rezultatu r/r i wypracowania 54,3 mln PLN zysku (znaczący wpływ wzrostu przychodów finansowych, głównie w 1Q'14).

Negatywnie odbieramy ścieżkę wynikową Dom Development w '15. Okres 1-2Q'15 będzie znacznie słabszy r/r, co będzie wynikało przede wszystkim z małej liczby przekazanych lokali (łącznie ok. 450 mieszkań). Przychody ze sprzedaży w 1H'15 wyniosą 225,9 mln PLN (-37,6% r/r), a EBIT spadnie o blisko 83,0% r/r). Skokowej poprawy będzie należało się dopiero spodziewać dopiero w 2H'15, kiedy to sprzedane notarialnie powinno być blisko 1,5 tys. mieszkań.

W 2015 roku Dom Development powinien przekroczyć barierę 2 tys. zakontraktowanych mieszkań, a docelowo zwiększyć poziom kontraktacji i przekazań do ok. 2500-2600, przy zachowaniu rentowności na poziomie 23%. Spodziewamy się także, że Dom Development będzie wypłacał 100% wypracowanego zysku netto w latach 2015-16, a następnie ograniczy poziom wypłaty do 80%.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	584,3	851,4	676,4	780,8	896,3	984,3
EBITDA [mln PLN]	105,6	116,5	76,5	70,6	91,7	126,3
EBIT [mln PLN]	103,2	113,5	73,3	67,4	87,9	121,7
Wynik netto [mln PLN]	82,1	91,2	54,5	54,3	69,6	96,0
P/BV	1,39	1,30	1,36	1,36	1,33	1,29
P/E	14,1	12,7	21,3	21,4	16,7	12,1
EV/EBITDA	12,0	12,2	16,8	18,1	15,1	10,8
EV/EBIT	12,3	12,5	17,5	18,9	15,8	11,2
DPS	0,89	1,49	3,68	2,20	2,19	2,81

REDUKUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 41,78 PLN

18 LISTOPADA 2014

Wycena końcowa [PLN]	41,78
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	46,91
Kapitalizacja [mln PLN]	1162,0
Ilość akcji [mln. szt.]	24,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	50,05
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	38,64
Stopa zwrotu za 3 mc	18,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	1,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-13,8%

Akcjonariat (% głosów):

Dom Development B.V.	59,5%
Jarosław Szanajca	6,2%
Aviva OFE	5,3%
Grzegorz Kielpisz	5,2%
Pozostali	23,9%

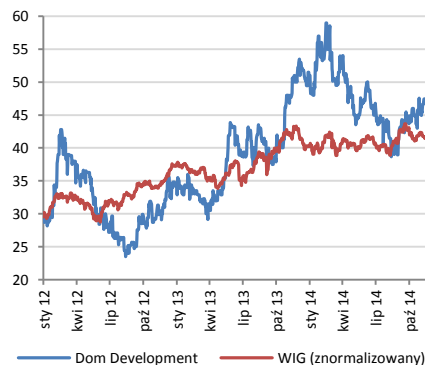
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	15
OTOCZENIE RYNKOWE.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Dom Development dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 41,45 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 42,55 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1035,0 mln PLN, czyli **41,78 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	1026,8	41,45
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	1054,1	42,55
C= (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa [PLN]	1035,0	41,78

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

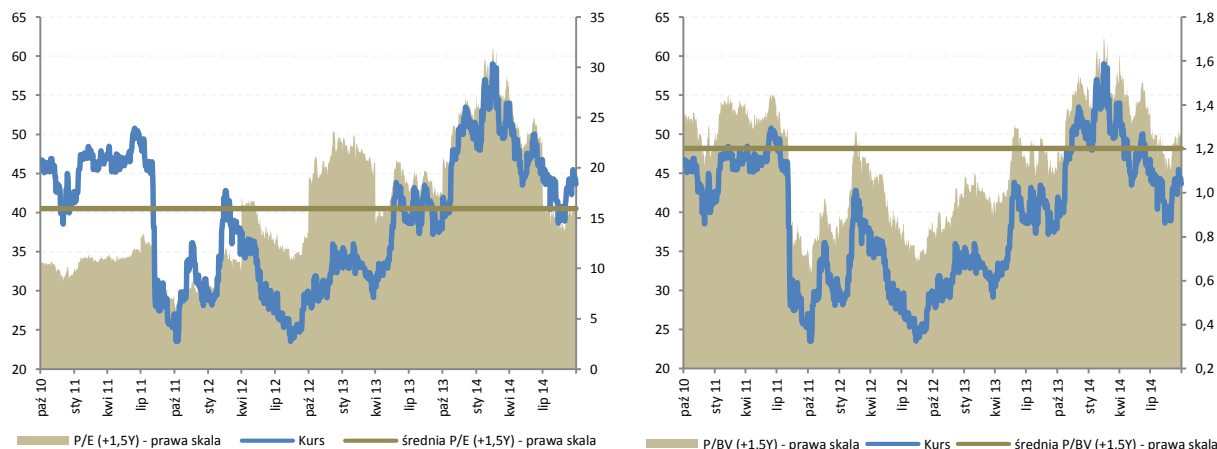
W bieżącym roku należy liczyć się z utrzymaniem poziomu wyniku netto Dom Development w okolicach 54,3 mln PLN. Pomimo wzrostu przychodów do 780,8 mln PLN (+15% r/r), spodziewamy się dużej obniżki marży brutto z realizowanych projektów do ok. 19,9%. Jest to przede wszystkim wpływ dwóch słabych kwartałów na początku roku, które wygenerowały łącznie jedynie 10,9 mln PLN zysku netto. W 4Q'14 można oczekiwać najlepszych wyników, jednak będą one słabsze niż spółka komunikowała wcześniej (wpływ większej liczby przekazanych mieszkań z projektu Saska w 3Q'14, wzrost SG&A).

Znacznie słabiej prezentują się kolejne kwartały. Niska liczba przekazanych lokali w 1 i 2Q'-15 spowoduje, że deweloper wypracuje jedynie 225,9 mln PLN przychodów przy średniej marży brutto ze sprzedaży rzędu 21,7%. Spodziewamy się także, że koszty SG&A będą dalej się utrzymywać na poziomie 22,5-23,5 mln PLN w ujęciu kwartalnym, co ostatecznie przełoży się na wypracowanie 2,4 mln PLN zysku netto.

Wzrost kontraktacji w '14 do 1900 lokali powinien znacząco przełożyć się dopiero na wyniki w 2H'2015 roku. Przekazanie ponad 1900 mieszkań będzie skutkowało wypracowaniem 896,3 mln PLN przychodów, przy jednoczesnym wzroście marży brutto do 21,1%. Duża poprawa powinna być odczuwalna także na poziomie EBIT, który wzrośnie do 87,9 mln PLN oraz zysku netto, który wyniesie ok. 69,6 mln PLN.

W kolejnych latach oczekujemy zwiększania poziomu kontraktacji i przekazania do docelowego pułapu 2400-2500, przy zachowaniu rentowności brutto na poziomie ok. 23%. Spodziewamy się także, że Dom Development w latach 2015-16 będzie wypłacał 100% wypracowanego zysku netto, a w kolejnych okresach zmniejszy poziom do 80%. Dlatego też podtrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Redukuj z ceną docelową 41,78 PLN. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2014-2015 przy P/BV na pułapie 1,3x oraz P/E w 2014-15 rzędu 21,4x i 16,7x.

Historyczne wskaźniki wyprzedzające P/E (+1,5Y) i P/BV (+1,5Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 1879 mieszkania w 2014 r., a w 2015 ponad 1900 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie się zwiększał do poziomu ok. 2500 mieszkań w 2023 roku.
- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2014-15 odpowiednio 1925 i 2098 lokali, a w długim terminie poziom ten zwiększy się do ok. 2500 lokali.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2014-15) będzie bliska 23%.
- Przyjęliśmy założenie o utrzymaniu obecnej polityki dywidendowej w okresie 2015-16, tj. wypłaty 100% wypracowanego zysku netto, a następnie obniżeniu DPR do 80%.
- Poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów. Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników 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 24,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 18.11.2014

Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 1026,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 41,45 PLN.

Model DCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	780,8	896,3	984,3	976,2	1007,4	1036,4	1069,1	1102,8	1135,9	1167,5
EBIT [mln PLN]	67,4	87,9	121,7	123,6	127,3	129,3	132,6	135,6	138,5	141,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,8	16,7	23,1	23,5	24,2	24,6	25,2	25,8	26,3	26,8
NOPLAT [mln PLN]	54,6	71,2	98,6	100,1	103,1	104,8	107,4	109,9	112,2	114,2
Amortyzacja [mln PLN]	3,2	3,8	4,6	5,2	5,7	6,2	6,4	6,6	6,9	7,0
CAPEX [mln PLN]	-5,1	-5,9	-6,2	-6,5	-6,5	-6,7	-6,9	-7,2	-7,3	-7,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	17,2	-106,0	34,5	0,3	46,8	-31,2	-25,8	-24,7	-27,4	-25,9
FCF [mln PLN]	69,8	-36,9	131,5	99,2	149,1	73,0	81,1	84,7	84,4	88,1
DFCF [mln PLN]	69,2	-33,9	111,8	78,1	108,5	49,1	50,5	48,8	45,1	43,6
Suma DFCF [mln PLN]	570,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1278,8				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	632,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1202,8									
Dług netto [mln PLN]	121,8									
Dywidenda [mln PLN]	54,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1026,6									
Ilość akcji [tys.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	41,45									

Przychody zmiana r/r	15,4%	14,8%	9,8%	-0,8%	3,2%	2,9%	3,2%	3,2%	3,0%	2,8%
EBIT zmiana r/r	-8,1%	30,5%	38,5%	1,5%	3,0%	1,6%	2,6%	2,3%	2,2%	1,8%
FCF zmiana r/r	16,3%	-152,9%	-456,2%	-24,6%	50,4%	-51,1%	11,1%	4,4%	-0,3%	4,3%
Marża EBITDA	9,0%	10,2%	12,8%	13,2%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%
Marża EBIT	8,6%	9,8%	12,4%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%
Marża NOPLAT	7,0%	7,9%	10,0%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	160,5%	155,2%	134,4%	124,1%	113,9%	109,0%	108,5%	107,8%	105,4%	103,6%
Zmiana KO / Przychody	-2,2%	11,8%	-3,5%	0,0%	-4,6%	3,0%	2,4%	2,2%	2,4%	2,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-16,5%	91,8%	-39,1%	4,0%	-150,2%	107,4%	79,0%	73,1%	82,8%	81,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Udział kapitału własnego	76,21%	76,53%	78,13%	78,13%	80,78%	81,11%	79,66%	78,75%	77,92%	77,52%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Udział kapitału obcego	23,79%	23,47%	21,87%	21,87%	19,22%	18,89%	20,34%	21,25%	22,08%	22,48%
WACC	7,92%	7,93%	8,01%	8,01%	8,13%	8,14%	8,08%	8,03%	8,00%	7,98%

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	35,71	38,38	41,72	46,05	51,87	60,10	72,67	93,99	139,33
	0,8	33,82	36,20	39,16	42,95	47,95	54,89	65,13	81,59	113,44
	0,9	32,07	34,21	36,84	40,17	44,51	50,40	58,87	71,87	95,30
	1,0	30,45	32,38	34,72	37,66	41,45	46,49	53,58	64,04	81,89
	1,1	28,95	30,68	32,79	35,39	38,71	43,07	49,06	57,61	71,56
	1,2	27,55	29,12	31,01	33,33	36,25	40,04	45,15	52,22	63,38
	1,3	26,25	27,67	29,37	31,44	34,03	37,34	41,74	47,65	56,72

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/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%
premia za ryzyko	3,00%	38,25	40,95	44,38	48,87	55,02	63,95	78,08	103,86	165,74
	4,00%	34,62	36,77	39,45	42,87	47,39	53,65	62,89	77,89	106,53
	5,00%	31,50	33,24	35,37	38,03	41,45	46,01	52,41	62,02	78,09
	6,00%	28,81	30,23	31,94	34,04	36,69	40,11	44,73	51,30	61,35
	7,00%	26,45	27,63	29,02	30,71	32,79	35,43	38,87	43,56	50,32
	8,00%	24,38	25,36	26,50	27,87	29,54	31,61	34,24	37,71	42,48
	9,00%	22,54	23,36	24,31	25,44	26,79	28,43	30,49	33,12	36,63

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	64,03	60,74	57,75	55,02	52,51	50,20	48,06	46,08	44,24
	4,00%	56,82	53,33	50,20	47,39	44,84	42,53	40,41	38,47	36,69
	5,00%	50,95	47,39	44,24	41,45	38,94	36,69	34,65	32,79	31,10
	6,00%	46,08	42,53	39,42	36,69	34,26	32,09	30,15	28,39	26,79
	7,00%	41,98	38,47	35,44	32,79	30,46	28,39	26,54	24,87	23,37
	8,00%	38,47	35,04	32,09	29,54	27,30	25,33	23,57	22,00	20,58
	9,00%	35,44	32,09	29,24	26,79	24,65	22,77	21,10	19,61	18,27

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 podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Dom Development. 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%). Ostateczna wycena Dom Development metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **42,55 PLN**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena dew. krajowych [PLN]	1091,8	44,08
B	Wycena dew. zagranicznych [PLN]	1016,3	41,03
C= (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN]	1054,1	42,55

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza deweloperów krajowych

	Cena [PLN]	2014P	P/E			P/BV		
			2015P	2016P		2014P	2015P	2016P
ROBYG SA	2,23	18,6	16,5	10,9		1,3	1,2	1,3
Dom Development	46,00	21,0	16,4	11,9		1,3	1,3	1,3
Premia/dyskonto do spółki		12,8%	-0,9%	8,8%		6,4%	7,0%	-1,4%
Wycena wg wskaźnika		40,80	46,41	42,30		43,24	42,99	46,67
Waga roku		20%	40%	40%		20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			43,64				44,51	
Waga wskaźnika			50%				50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			44,08					

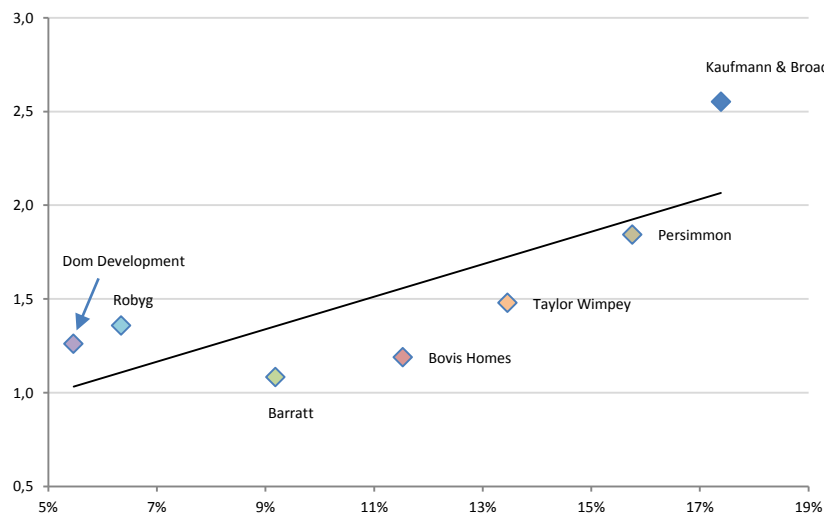
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza deweloperów zagranicznych

	Cena [PLN]	2014P	P/E			P/BV		
			2015P	2016P		2014P	2015P	2016P
PIK GROUP	10,52	11,9	10,7	8,3		3,3	2,5	1,9
KAUFMAN & BROAD	106,6	14,7	13,8	11,4		2,6	2,3	1,9
TAYLOR WIMPEY	5,24	11,5	8,5	7,4		1,6	1,5	1,4
PERSIMMONN	62,65	12,5	9,8	8,5		1,8	1,7	1,4
BOVIS HOMES GROUP	22,91	10,0	8,2	7,6		1,2	1,1	1,0
BARRATT DEVELOPMENTS	43,75	10,6	8,1	6,9		1,3	1,2	1,0
Mediana		11,7	9,1	8,0		1,7	1,6	1,4
Wycena wg wskaźnika		25,59	25,70	30,87		58,82	56,12	50,26
Waga roku		20%	40%	40%		20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			27,75				54,31	
Waga wskaźnika			50%				50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			41,03					

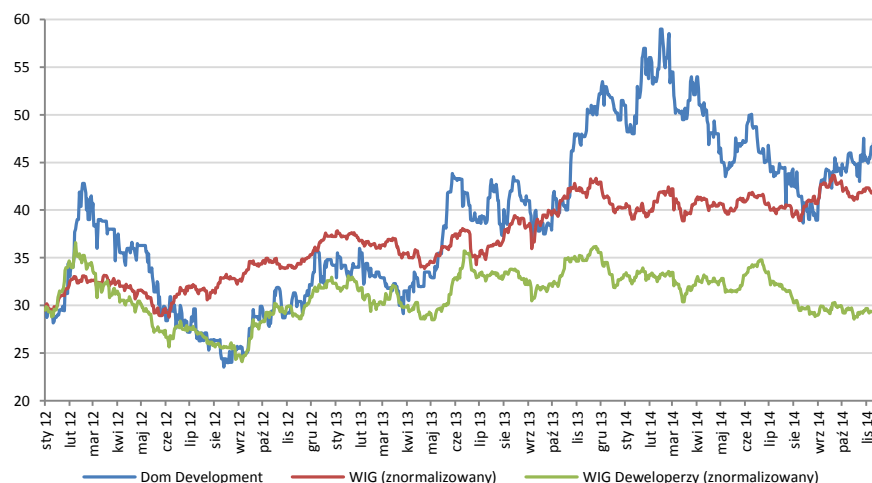
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2014



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

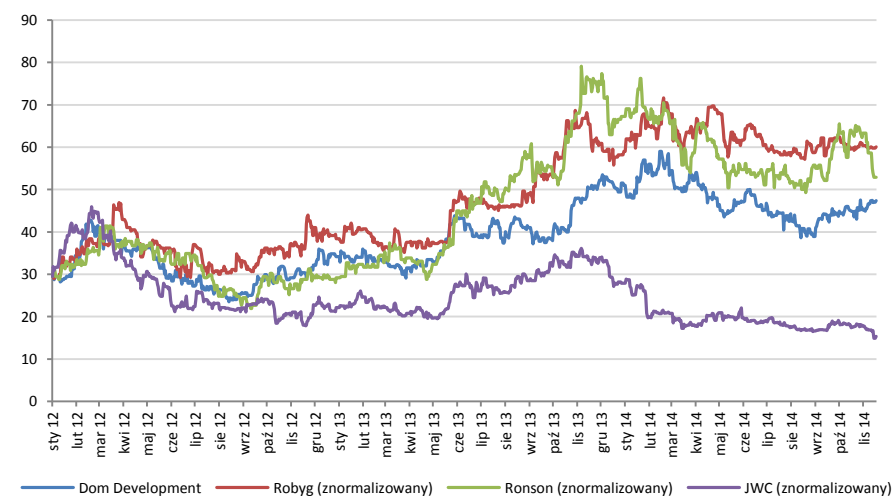
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Odnosząc się do indeksu branżowego widać, że Dom Development jest notowany ze znaczną premią.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Dom Development jest obecnie w kanale wzrostowym. Robyg, będący jednym z liderów branży znajduje się natomiast w trendzie bocznym.

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.
- **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.
- **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 (6,1 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.

WYNIKI ZA 3Q'2014

Wyniki 3Q'14 Dom Development były zdecydowanie lepsze r/r. Po pierwsze spółce udało się przekazać zdecydowanie więcej lokali w 3Q'14 (375 mieszkań; +80 r/r), zauważalny był również wpływ projektów o wysokiej marży brutto. Spółka przekazała m. in. 179 lokali z projektu Saska (rentowność brutto bliska 28-29%). Wypracowane przychody ze sprzedaży wyniosły 159,9 mln PLN (+29,4% r/r), a zysk brutto wzrósł do 40,2 mln PLN. Wzrost o niecałe 68% wyniku brutto, był przede wszystkim pokłosiem nadzwyczaj wysokiej marży, która wyniosła 25,1%. Dużo lepiej w porównaniu r/r prezentują się także wynik operacyjny (20,3 mln PLN; w przychodach operacyjnych Dom Development wykazał ok. 2,0 mln PLN wpływów z tyt. gwarancji od generalnych wykonawców) oraz netto, który był bliski 15,3 mln PLN (+14,2 mln PLN r/r).

Neutralnie odbieramy natomiast wzrost poziomu kontraktacji do 495 mieszkań w 3Q'14 (+80 szt r/r) oraz ciągle niską wartość rezygnacji z umów przedwstępnych (ok. 5-6%). Deweloper znalazł 98 nabywców na lokale w projekcie Saska, 62 na mieszkania w Żoliborzu Artystycznym oraz 68 w Derbach. W 3Q'14 Dom Development wprowadził do sprzedaży 2 projekty – kolejny etap inwestycji Klasyków (231 lokale) i Pod Różami (dawna Włodarszewska, 107 mieszkań).

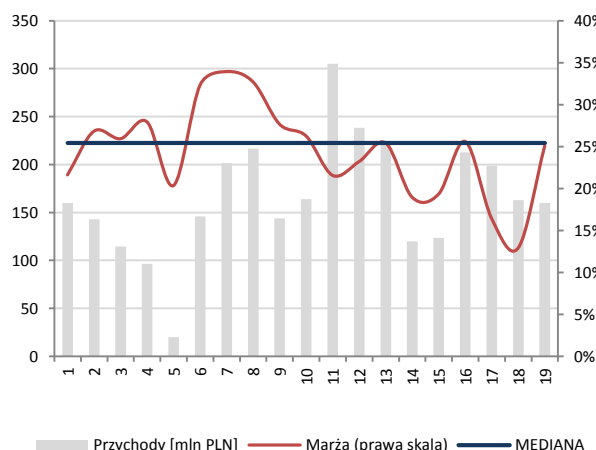
Bardzo dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 3Q'14 deweloper posiadał 328 mln PLN środków pieniężnych (bez środków na rachunkach powierniczych). Dług netto wynosi 85,8 mln PLN, co oznacza, że w relacji do kapitałów własnych wynosi 10,4%.

Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	123,6	159,9	29,4%	463,8	521,5	12,4%	851,4	676,4	-20,6%
Wynik brutto	23,9	40,2	67,8%	102,6	93,8	-8,6%	204,0	157,1	-23,0%
EBIT	2,8	20,3	619,5%	37,7	32,0	-15,1%	113,5	73,3	-35,4%
EBITDA	3,6	21,1	482,0%	40,1	34,3	-14,4%	116,5	76,5	-34,4%
Wynik netto	1,1	15,3	1269,6%	28,5	26,1	-8,4%	91,2	54,5	-40,2%
Marża brutto	19,4%	25,1%		22,1%	18,0%		24,0%	23,2%	
Marża EBITDA	2,3%	12,7%		8,1%	6,1%		13,3%	10,8%	
Marża EBIT	2,9%	13,2%		8,6%	6,6%		13,7%	11,3%	
Marża netto	0,9%	9,5%		6,1%	5,0%		10,7%	8,1%	

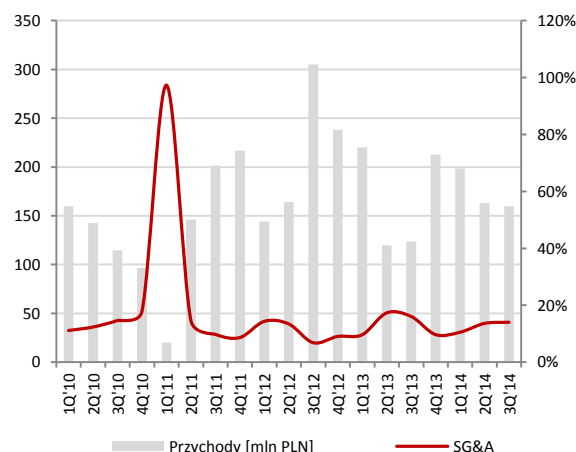
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto

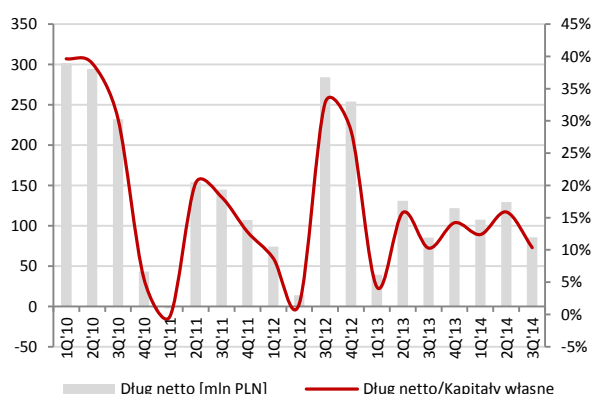


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

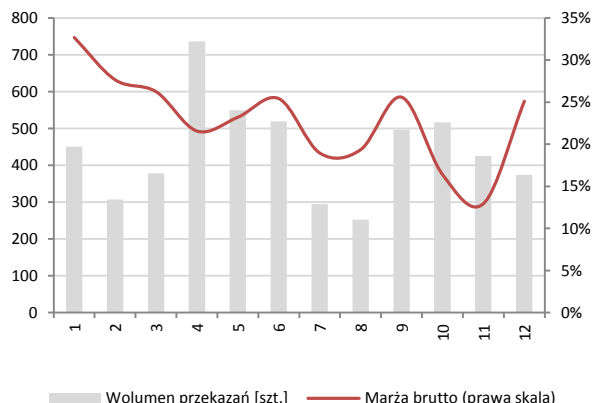
SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Obecnie Dom Development realizuje ok. 12 projektów, które obejmują ponad 3,2 tys. lokali, z czego 575 mieszkań znajduje się we Wrocławiu. W przygotowaniu znajduje się natomiast 4,8 tys. mieszkań, w tym niemal 4,7 tys. w Warszawie. W 3Q'14 oferta spółki powiększyła się o 2 projekty (+338 lokali). W sprzedaży dostępnych jest 2,5 tys. mieszkań, z czego 300 jest już gotowych.

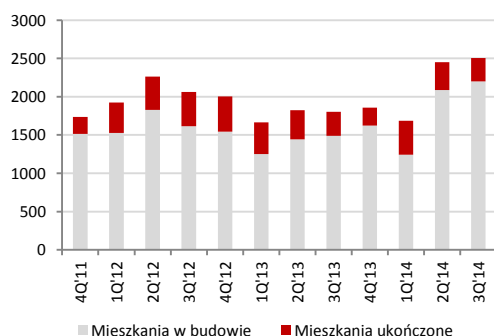
Projekty w realizacji/przygotowaniu

Projekt	Miasto	Lokale w realizacji	Lokale w przygotowaniu
Willa Lindego	Warszawa	121	0
Żoliborz Artystyczny	Warszawa	825	749
Naruszewicza	Warszawa	133	0
Pod Różami (d. Włodarszewska)	Warszawa	107	0
Garażowa	Warszawa	0	326
Willa na Harfowej	Warszawa	90	0
Bukowińska	Warszawa	0	235
Bukowińska nad Skarpą	Warszawa	0	207
Regaty	Warszawa	0	204
Palladium (Akacje)	Warszawa	245	824
Klasyków	Warszawa	231	204
Derby	Warszawa	188	0
Wilno	Warszawa	317	1316
Apartamenty Saska nad Jeziorem	Warszawa	386	239
Saska III	Warszawa	0	379
łącznie		2643	4683

Oaza	Wrocław	218	0
Al. Piastów	Wrocław	171	0
Aura	Wrocław	186	155
łącznie		575	155

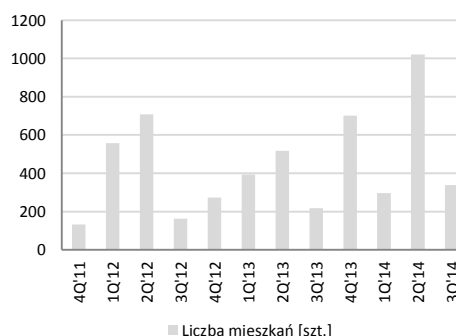
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inwestycje wprowadzone do realizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 3Q'14

W 3Q'14 tylko dwa z największych podmiotów giełdowych poprawiło wyniki r/r. Były to Dom Development oraz Marvipol. W przypadku Marvipolu przychody ze sprzedaży wzrosły do 172,7 mln PLN (w 3Q'13 było to 10,9 mln PLN), na co złożyło się przekazanie ponad 400 mieszkań (spółka nie podała dokładnej liczby, jednak duży udział miały tu projekty Zielona Italia i Bielany Residence). Wynik operacyjny segmentu deweloperskiego spółki wyniósł 20,1 mln PLN (+18,6 mln PLN r/r). Na dużym plusie znalazł się też Dom Development, który pokazał bardzo wysoką marżę brutto ze sprzedaży (25,1%), a także wykazał wpływ z gwarancji od generalnych wykonawców z projektów Młyny Królewskie i Wilno. Dużo słabiej zaprezentowały się natomiast Robyg i Ronson. W przypadku Robyga na słabsze wyniki przełożyła się niska liczba przekazanych lokali w 3Q'14 (103 mieszkania vs 213 w 3Q'13). Spółka wypracowała 43,7 mln PLN przychodów, przy średniej marży brutto na poziomie 20,4%. Wynik EBIT spadł do 5,5 mln PLN (-40,5%), a zysk netto wyniósł 2,9 mln PLN (-42,1% r/r). Jeszcze gorzej zaprezentował się Ronson. Wpływy z przekazanych lokali wyniosły jedynie 29,5 mln PLN, a marża brutto była bliska 6,4%. Była to składowa dwóch czynników: deweloper sprzedaje notarialnie lokale z projektu Młody Grunwald (84 lokale w 3Q'14), który dodatkowo ma rentowność w przedziale 3-5%. Na poziomie netto Ronson poniósł stratę rzędu 4,9 mln PLN.

Poza Marvipolem wszystkie wskazane spółki poprawiły wolumeny kontraktacji mieszkań. Najlepiej zaprezentował się Ronson, który wykazał 21%-ową dynamikę sprzedaży lokali, znajdując 149 nabywców w swoich projektach. Na wysokie wzrosty ciągle wpływa projekt Młody Grunwald, który jest dodatkowo wspierany przez Jaśminową, Tamkę i Verdis. Podobną dynamikę zaprezentował także Dom Development (495 mieszkań w 3Q'14; +20% r/r). Naszym zdaniem wzrost ten jest jednak niesatysfakcjonujący mając na względzie rynkową pozycję spółki oraz sprzyjające otoczenie gospodarcze. Całkiem dobrze poradziło sobie JWC. Deweloper kierowany przez prezesa Wojciechowskiego zwiększył kontraktację o ok. 13% r/r, co w dużej mierze zawdzięcza projektowi Bliska Wola. Nad kreską znalazł się również Robyg, który sprzedał 513 mieszkań (+8% r/r). Patrząc na wyniki sprzedażowe od początku roku, uważamy że deweloper bez problemu przekroczy roczną prognozę 2,0 tys. zakontraktowanych lokali. Najslabiej wypadł Marvipol, który sprzedał 155 mieszkań (największy udział projektu Central Park). Pomimo spadku o blisko 24% r/r uważamy, że nie jest to zły wynik. Niedawno do oferty został wprowadzony kolejny etap Kłobuckiej, co naszym zdaniem pozwala na z optymizmem patrzeć na sprzedaż w najbliższych kwartałach.

Wyniki wybranych deweloperów w 3Q'14

	Dom Development			Ronson			Robyg*			Marvipol**			JWC		
	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika
Przychody	123,6	159,9	29,4%	57,3	29,5	-48,5%	90,9	43,7	-51,9%	10,9	172,7	1486,6%	77,1	38,3	-50,3%
Wynik brutto	23,9	40,2	67,8%	10,4	1,9	-81,7%	18,3	8,9	-51,5%	-	-	-	18,6	6,3	-66,1%
EBIT	2,8	20,3	619,5%	4,1	-4,9	-	9,4	5,5	-41,3%	1,5	20,1	1277,7%	11,6	8,5	-27,1%
EBITDA	3,6	21,1	482,0%	4,3	-4,7	-	9,6	5,7	-40,5%	1,9	20,3	992,0%	11,8	8,7	-26,7%
Wynik netto	1,1	15,3	1269,6%	4,5	-4,9	-	5,0	2,9	-42,1%	-	-	-	2,3	2,1	-8,9%
Marża brutto	19,4%	25,1%		18,2%	6,4%		20,2%	20,4%		-	-		24,1%	16,5%	
Marża EBITDA	2,9%	13,2%		7,5%	-		10,6%	13,1%		17,1%	11,8%		15,3%	22,6%	
Marża EBIT	2,3%	12,7%		7,2%	-		10,3%	12,6%		13,4%	11,6%		15,0%	22,1%	
Marża netto	0,9%	9,5%		7,9%	-		5,5%	6,6%		-	-		2,9%	5,4%	
Przekazania	252	375	49%	135	96	-29%	213	103	-52%	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż	414	495	20%	123	149	21%	476	513	8%	203	155	-24%	275	311	13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *od 1Q'14 Robyg wykazuje wyniki projektów JV w pozycji „Udział w zysku ze wspólnych przedsięwzięć”; **wyniki Marvipolu dla segmentu deweloperskiego

Z opublikowanych wyników sprzedażowych za 3Q'14 widać, że Dom Development stabilnie zwiększa poziom kontraktacji (+20% r/r). 20%-ową dynamikę sprzedaży pokazał również Ronson, co ma przełożyć się na dobre wyniki finansowe w latach 2015-16. Najwyższą dynamikę zaprezentował Budimex, który znalazł 478 nabywców, co oznacza wzrost o 123% r/r (dobre wyniki zawdzięcza głównie projektowi w Krakowie). Niewielką poprawę w 3Q'14 widać w przypadku Robygu (513 zakontraktowanych lokali, +8% r/r), Polnordu (306 nowych nabywców; +8% r/r), a także JWC, które w ujęciu brutto znalazło 311 klientów w 3Q'14 (+13% r/r). Najslabiej wypadł Marvipol, który zakontraktował 155 mieszkań (spadek o 24% r/r, co wynika z

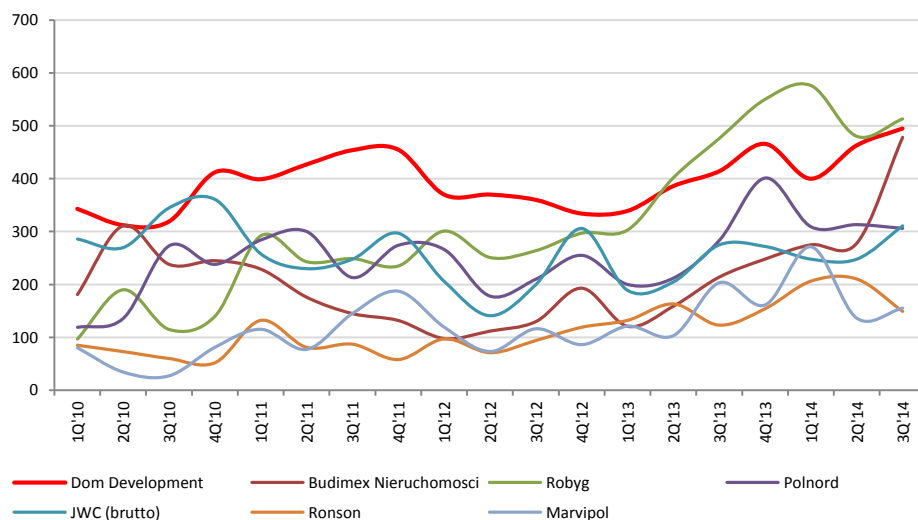
wysokiej bazy). Zwracamy jednak uwagę, że spółka wprowadziła niedawno do sprzedaży podetap 1B projektu Central Park (421 mieszkań), co uzupełnia ofertę dewelopera.

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 3Q'14 (dane opublikowane przez spółki do 17.11.2014)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	zmiana 3Q'14/3Q'13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	495	20%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	478	123%
Robyg	303	402	476	550	576	480	513	8%
Polnord	200	212	283	401	309	313	306	8%
JWC (brutto)	189	205	275	272	248	248	311	13%
Ronson	132	163	123	154	206	210	149	21%
Marvipol	121	103	203	161	271	136	155	-24%

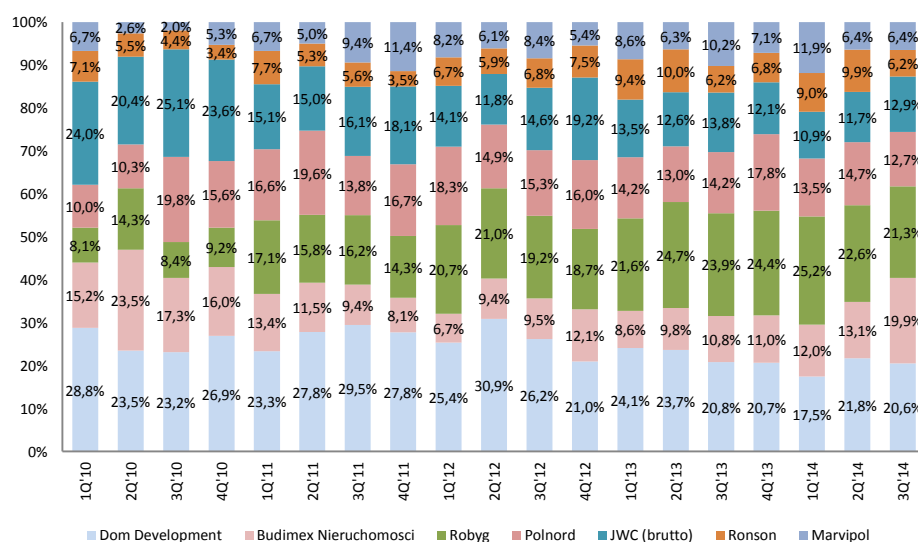
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



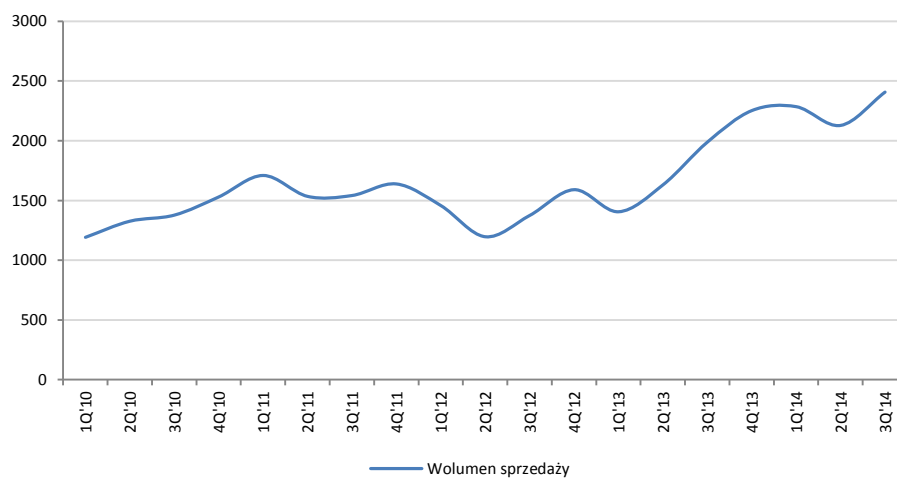
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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

Lokalizacja inwestycji Dom Development i Robyg na terenie Warszawy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Okres 4Q'14 roku powinien okazać się najlepszy w '14. Spodziewamy się, że Dom Development wypracuje blisko 259,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, przy jednoczesnym spadku marży brutto do poziomu 23,6% (-2,0 p.p. r/r). Będzie to skutek przekazania 567 lokali, które będą miały niższą marżę niż przekazywane w 4Q'13 z projektu Saska. W 4Q'14 deweloper będzie przekazywał lokale m.in. z projektu Żoliborz Artystyczny oraz pozostałe mieszkania z Saska 3/4. Oczekujemy, że pomimo niższej marży brutto, EBIT wyniesie 35,4 mln PLN (+15,1 mln PLN q/q). Według naszych założeń deweloper zwiększy wynik netto. Szacujemy, że może on być bliski 28,3 mln PLN (+2,1 mln PLN r/r).

Kolejne kwartały zapowiadają się na słabsze r/r. Harmonogram przekazania jest dla spółki niekorzystny i spodziewamy się, że w 1H'15 Dom Development przekaze łącznie ok. 450 mieszkań. Przełoży się to na 225,9 mln PLN przychodów i 49,1 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Na poziomie netto spółka wypracuje 4,1 mln PLN w 1Q'15, a w 2Q'15 można oczekiwać straty rzędu 1,7 mln PLN. Poprawy spodziewamy się dopiero w 3Q'15, kiedy to Dom Development sprzeda notarialnie blisko 600 lokali.

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się wzrostu przychodów do ok. 781 mln PLN w '14, przy spadku marży brutto do 19,9%. Spodziewamy się, że tegoroczne wyniki zdecydowanie poprawi 4Q'14, który będzie odpowiadał za ok. 52% wyniku netto. Dom Development może wypracować ok. 67,4 mln PLN zysku operacyjnego oraz 54,3 mln PLN zysku netto, przy jednoczesnym spadku rentowności netto o 1,6 p.p. do 7,0%. Według naszych szacunków deweloper powinien przekazać ok. 1879 mieszkań i sprzedać 1925 lokali. Dużo lepszy powinien okazać się rok 2015. Spodziewamy się, że spółka zwiększy przychody ze sprzedaży o ponad 10% (do 896,3 mln PLN), a także wynik netto, który może wynieść ok. 69,6 mln PLN.

W kolejnych latach oczekujemy zwiększania poziomu kontraktacji i przekazania do ok. 2400-2500, przy zachowaniu rentowności na poziomie ok. 23%. Spodziewamy się także, że Dom Development będzie wypłacał 100% wypracowanego zysku netto w latach 2015-16, a następnie obniży wskaźnik wypłaty do 80%. Należy się również liczyć z zakupami gruntów, które mają pozwolić na umocnienie pozycji dewelopera. Obecny bank ziemi pozwala spółce prowadzić efektywną działalność przez ok. 3-4 lata. Zwracamy również uwagę, że po solidniejszym wejściu we wrocławski rynek mieszkaniowy, deweloper będzie mógł rozpocząć w innych dużych miastach (być może Gdańsk, Poznań), przez co zwiększy swoją skalę działalności. Liczymy, że w niedługim czasie spółka zwiększy swój udział w rynku wrocławskim do 6-8% a w warszawskim do min. 10%-owego udziału.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne)

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	198,7	163,0	159,9	259,2	110,2	115,7	246,9	423,5	676,4	780,8	896,3
Wynik brutto ze sprzedaży	32,6	21,1	40,2	61,2	28,4	20,7	49,4	90,5	157,1	155,0	189,0
SG&A	20,9	22,2	22,5	22,5	22,1	22,5	23,3	23,5	82,5	88,1	91,4
EBITDA	9,6	3,6	21,1	36,2	5,8	-1,9	25,2	62,7	76,5	70,6	91,7
EBIT	8,9	2,8	20,3	35,4	4,9	-2,9	24,2	61,7	73,3	67,4	87,9
Saldo finansowe	2,8	-0,4	-1,7	-0,5	0,2	0,7	-0,7	-2,2	-3,6	0,2	-2,0
Wynik brutto	11,7	2,4	18,6	34,9	5,0	-2,1	23,5	59,5	69,7	67,5	85,9
Wynik netto	9,2	1,6	15,3	28,3	4,1	-1,7	19,0	48,2	54,5	54,3	69,6
Marża brutto ze sprzedaży	16,4%	12,9%	25,1%	23,6%	25,8%	17,9%	20,0%	21,4%	23,2%	19,9%	21,1%
Marża EBITDA	4,8%	2,2%	13,2%	14,0%	5,3%	-1,7%	10,2%	14,8%	11,3%	9,0%	10,2%
Marża EBIT	4,5%	1,7%	12,7%	13,6%	4,4%	-2,5%	9,8%	14,6%	10,8%	8,6%	9,8%
Marża brutto	5,9%	1,5%	11,6%	13,5%	4,6%	-1,9%	9,5%	14,0%	10,3%	8,7%	9,6%
Marża netto	4,7%	1,0%	9,5%	10,9%	3,7%	-1,5%	7,7%	11,4%	8,1%	7,0%	7,8%
Liczba lokali sprzedanych	400	463	495	567	517	485	578	518	1605	1925	2098
Liczba lokali przekazanych	516	450	375	538	230	222	598	880	1562	1 879	1 930

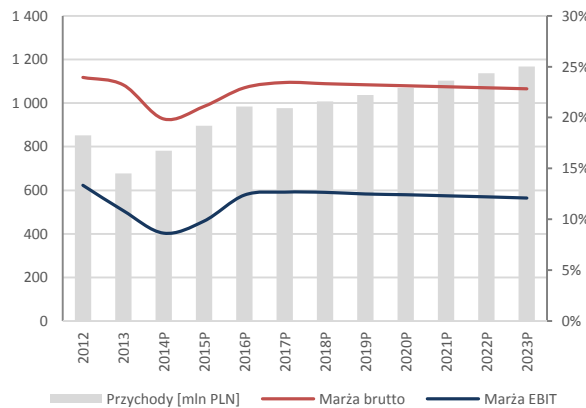
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki projektów uwzględnionych w prognozie szczegółowej na lata 2014-15

	Liczba lokali ogółem	Przychody [mln PLN]				
		4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Derby 14, e.3	189	8,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Młyny Królewskie	294	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Klasyków, e. 2	236	19,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Wilno 1, e. 2B	124	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Adria, e.3	183	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Willa na Harfowej	90	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska, e. 3/3 i e/ 3/4	348	34,8	34,8	3,9	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 1 i 2	375	108,9	49,0	26,9	9,8	0,0
Derby 14/4	188	71,3	26,4	1,6	0,0	0,0
Oaza, e. 3	218	0,0	0,0	30,0	36,3	10,6
Palladium, e1 (dawnie Akacje)	245	0,0	0,0	8,3	31,5	26,5
Apartamenty Saska nad Jeziorem, e. 1 i 2	392	0,0	0,0	45,0	135,0	105,0
Aura, e. 1a	186	0,0	0,0	0,0	16,5	27,5
Żoliborz Artystyczny, e. 3	228	0,0	0,0	0,0	17,8	33,3
Wilno II, e.1	149	0,0	0,0	0,0	0,0	34,4
Aura, e. 1B	69	0,0	0,0	0,0	0,0	12,7
Wrzeciono (Willa Lindego)	121	0,0	0,0	0,0	0,0	41,2
Naruszewicza	133	0,0	0,0	0,0	0,0	55,2
Klasyków, e.4	224	0,0	0,0	0,0	0,0	23,6
Pod Różami	107	0,0	0,0	0,0	0,0	26,3
Al. Piastów	168	0,0	0,0	0,0	0,0	27,2

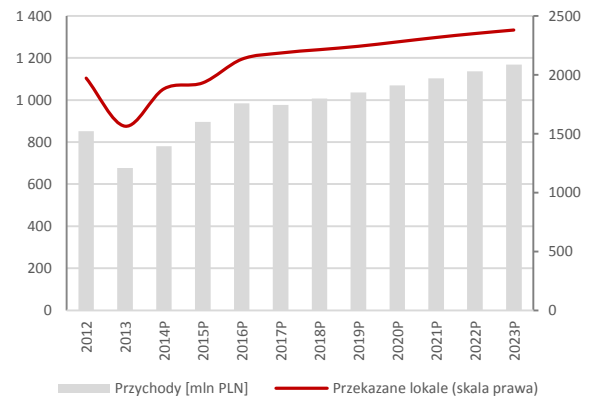
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBIT i netto



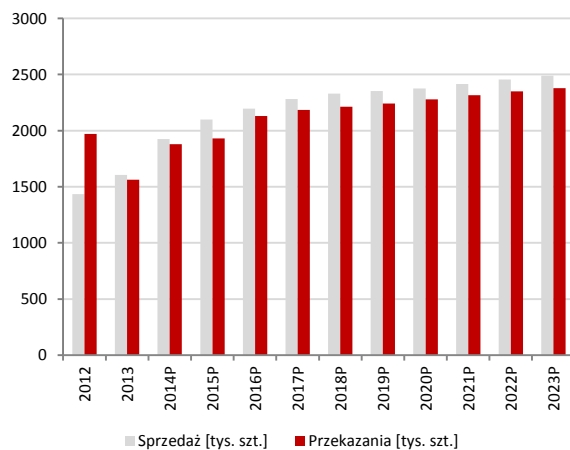
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



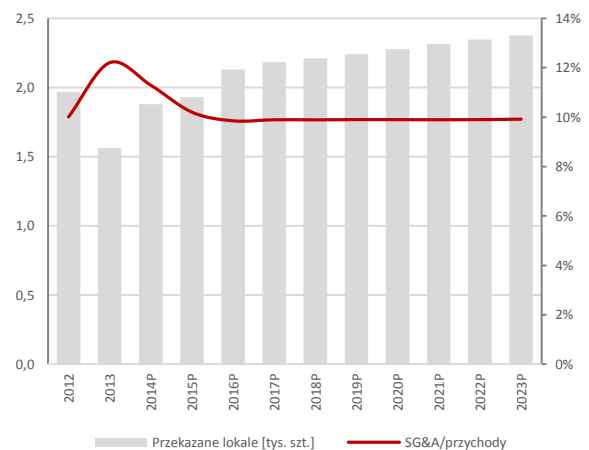
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



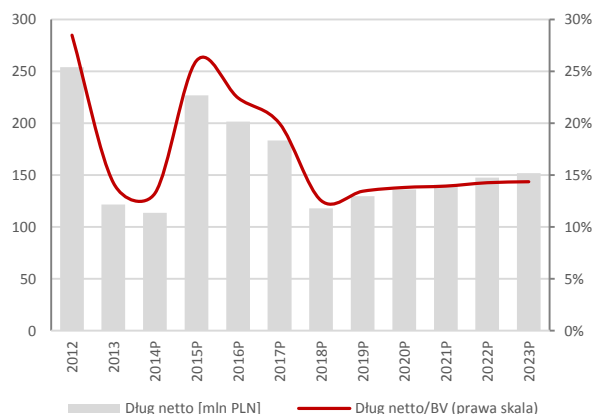
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przekazania vs SG&A



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Zmiany, których dokonaliśmy w modelu względem poprzedniego raportu nie są znaczące. Przede wszystkim zaktualizowaliśmy strukturę przekazania oraz rentowność brutto niektórych projektów. W wynikach za '14 widoczny jest również wpływ zdarzeń jednorazowych (gwarancje od generalnych wykonawców), czego nie zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji. Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '14 wyniosą 780,8 mln PLN, a EBITDA będzie wynosić 70,6 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien wypracować 54,3 mln PLN zysku (+6,9% względem sierpniowego raportu). Wyniki w '15 są nieznacznie niższe od naszych wcześniejszych założeń (spadek EBITDA o 0,4% oraz zysku netto o 0,6%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z sierpnia '14

	2014 stara	2014 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	787,2	780,8	-0,8%	867,8	896,3	3,3%	995,0	984,3	-1,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	153,3	155,0	1,1%	183,6	189,0	3,0%	229,5	225,7	-1,6%
EBITDA	63,8	70,6	10,6%	92,1	91,7	-0,4%	129,1	126,3	-2,1%
EBIT	60,8	67,4	10,8%	89,2	87,9	-1,4%	126,0	121,7	-3,4%
Wynik netto	50,8	54,3	6,9%	70,0	69,6	-0,6%	98,4	96,0	-2,5%
marża brutto	19,5%	19,9%		21,2%	21,1%		23,1%	22,9%	
marża EBITDA	8,1%	9,0%		10,6%	10,2%		13,0%	12,8%	
marża EBIT	7,7%	8,6%		10,3%	9,8%		12,7%	12,4%	
marża netto	6,5%	7,0%		8,1%	7,8%		9,9%	9,7%	

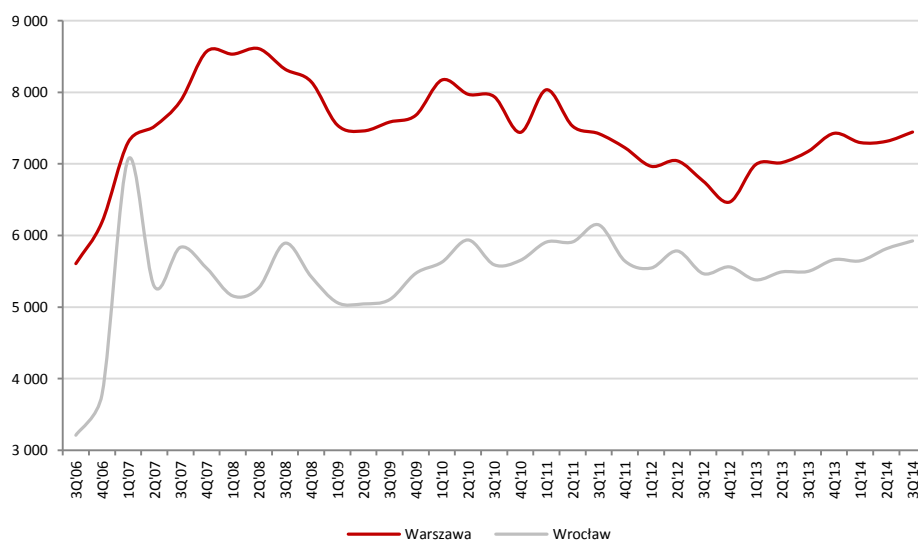
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 2Q'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.

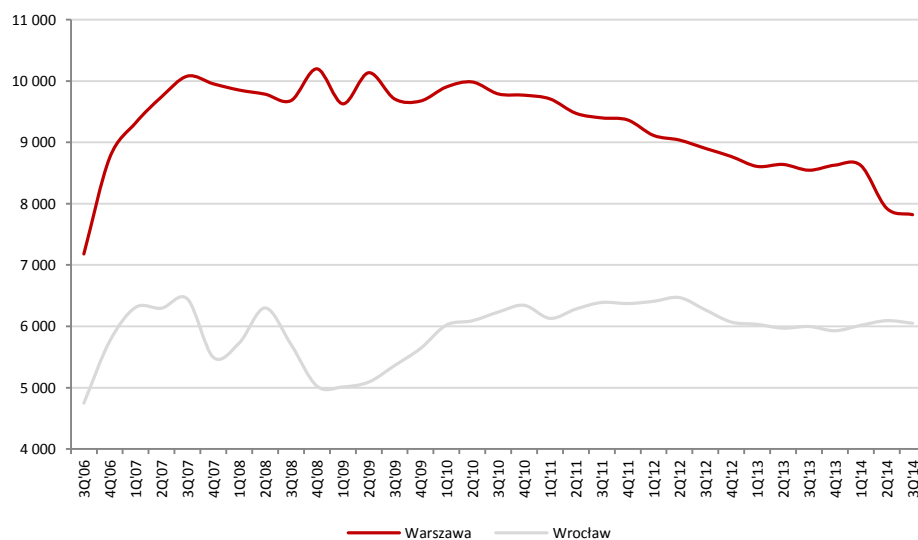
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nieznacznie wzrosły w 2Q'14 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 1,8% q/q (+3,8% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,9 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

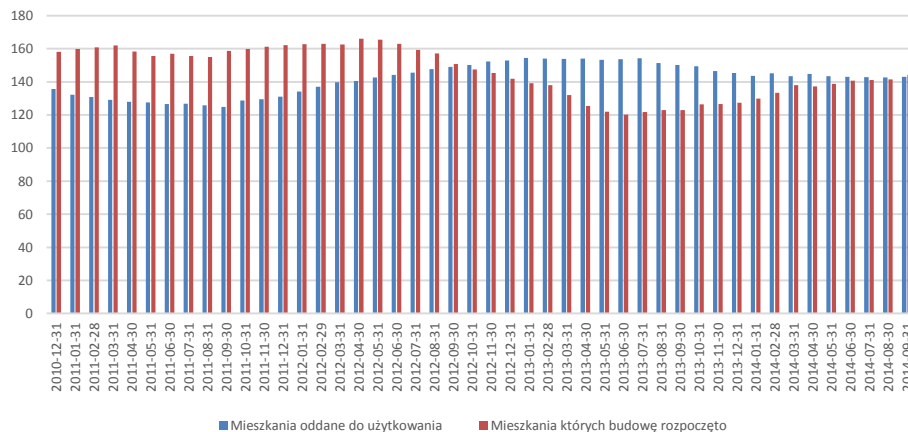
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

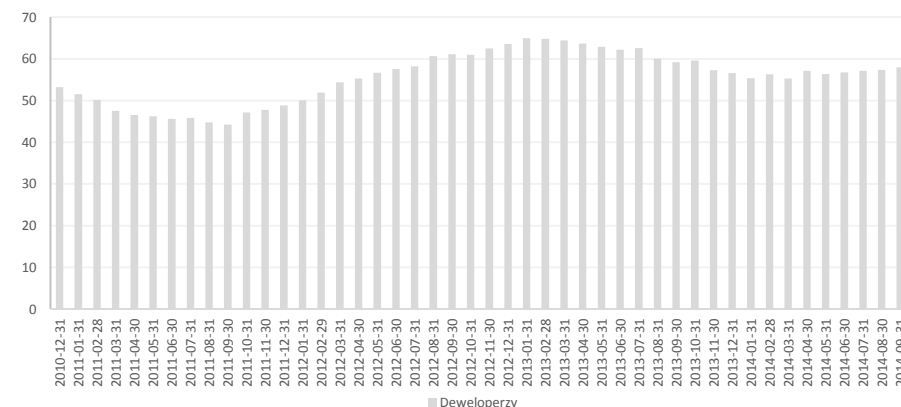
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 45% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 42%-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.]



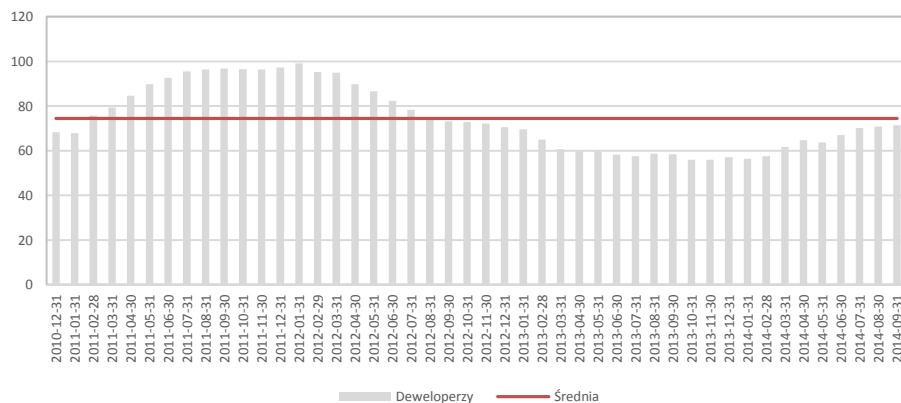
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

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.]



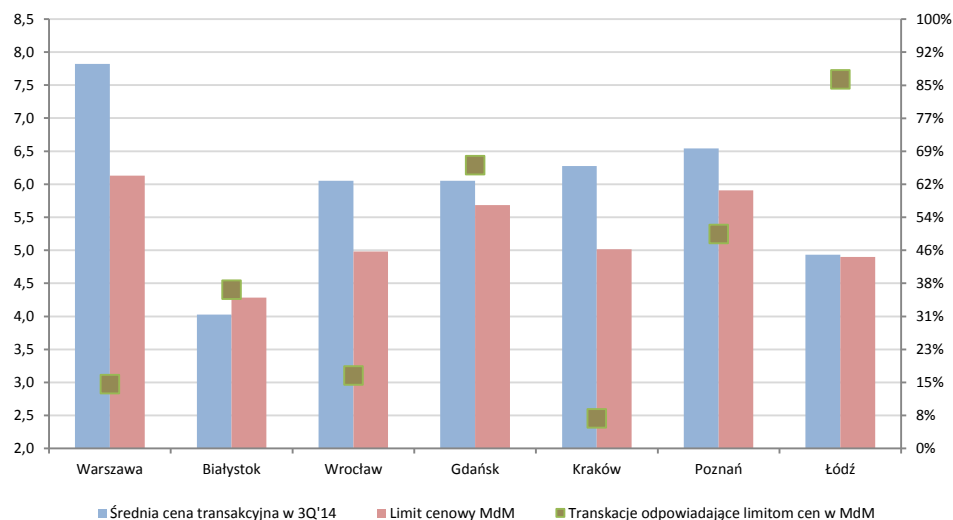
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

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 ZBP w 2Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych (wpływ podniesienia marż przez banki). 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 2Q'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. 19 mln PLN) oraz Gdańsk (13,6 mln PLN). Nie wynika to jednak z korzystnego limitu, ale z bardzo szerokiej oferty. Innym skutkiem MdM jest zróżnicowany wpływ na lokalizację nowych inwestycji mieszkaniowych.

Limity cenowe dla wybranych miast w MdM

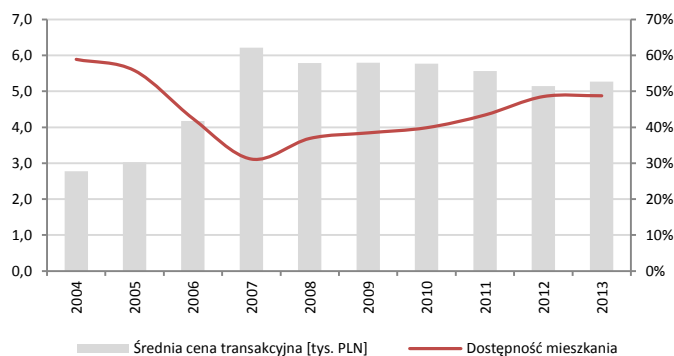


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., AMRON

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

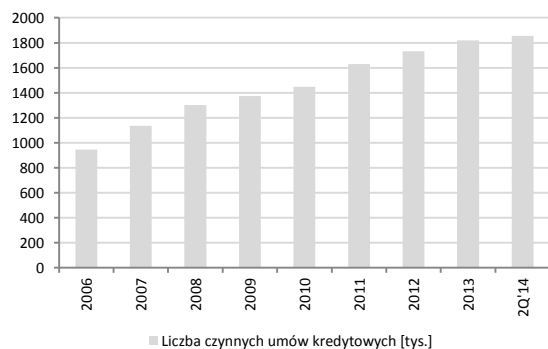


Źródło: AMRON, GUS

W 2Q'14 przyrost czynnych umów kredytowych wyniósł 35,6 tys. szt., co oznacza wzrost o niecałe 0,1% w stosunku do 4Q'13. Oznacza to, że obecnie liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy wynosi 1,9 mln. Analitycy AMRON wskazują, że łączny stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrósł o 1,3% q/q do poziomu 339,2 mld PLN. Jeśli tendencja się utrzyma w 2014 roku, będzie to kolejny rok stabilizacji, z którą mamy do czynienia od końca 2011 r.

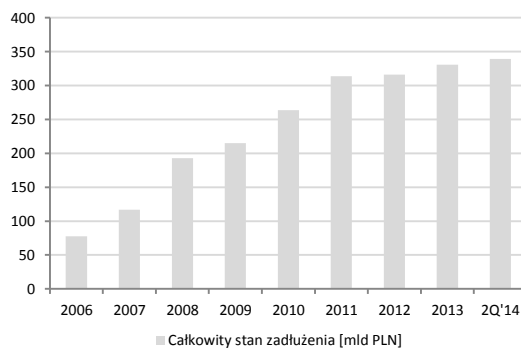
Łączna liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 2Q'14 wyniosła 45,5 tys. Oznacza to, że dynamika wyniosła o 8,5% q/q, a sam wynik jest zbliżony do 3Q'13. Również pod względem wartości podpisywanych umów kredytowych mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 8,2% q/q. W 2Q'14 wartość nowych kredytów hipotecznych wyniosła 9,6 mld PLN.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



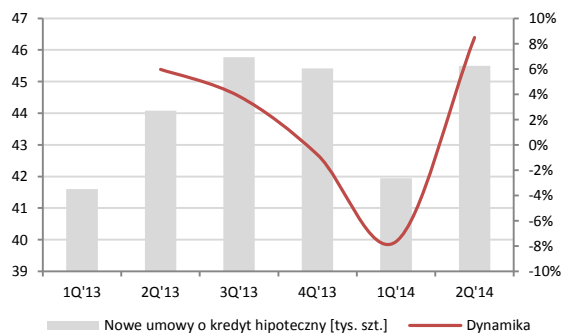
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



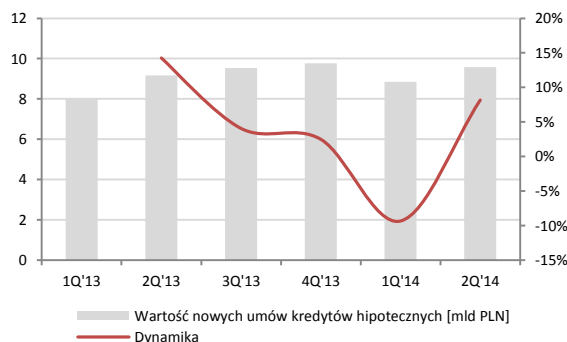
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



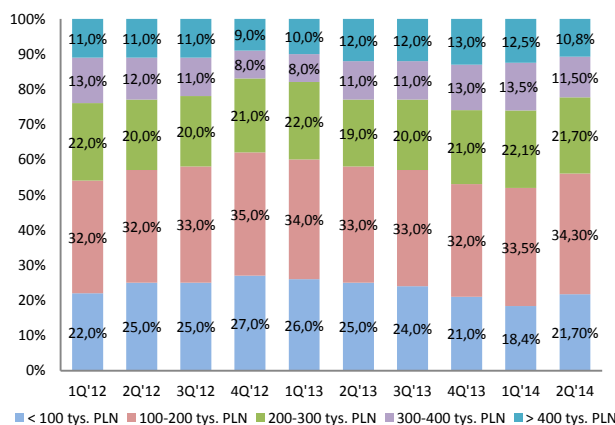
Źródło: ZBP

KNF rekomenduje bankom udzielanie kredytów w walutach obcych jedynie tym klientom, którzy posiadają przychody w danej walucie (rekomendacja weszła 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 2Q'14 kredyty wyrażone w PLN stanowiły 99,7%, co oznacza wzrost o 0,2 p.p. q/q.

Przeciętna wartość kredytu mieszkaniowego udzielonego w 2Q'14 wynosiła 206,1 tys. PLN, co oznacza ustabilizowanie względem 1Q'14. Natomiast średnia wartość kredytu denominowanego w walucie obcej była bliska 653,1 tys. PLN. Oznacza to spadek o ponad 30% (z poziomu 500,3 tys. PLN). Od początku roku zauważalne były także zmiany w strukturze nowych kredytów. Kredyty o wysokości do 100 tys. PLN odpowiadały za 21,7% nowych umów. Ich udział wzrósł zatem o 3,3 p.p.. Banki dużo częściej udzielały kredytów o wartości 100-200 tys. PLN (+0,8 p.p. q/q). Znacznie mniejszy udział miały kredyty o wartości 300-400 tys. PLN (-2,0 p.p. q/q) i powyżej 400 tys. PLN (-1,7 p.p.).

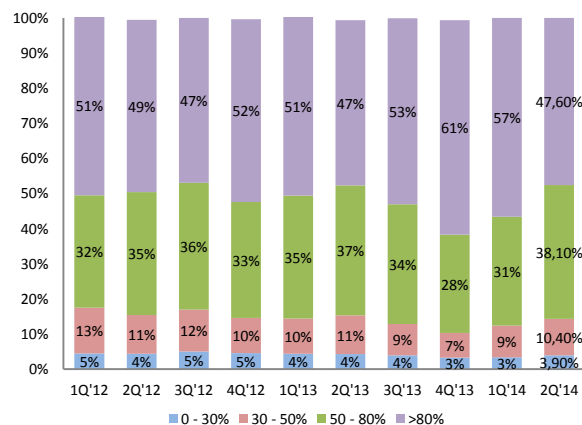
Istotny wpływ na rynek wywarł natomiast zapis o maksymalnej wartości LtV. KNF wprowadził obowiązek posiadania co najmniej 5% wkładu własnego od początku 2014 roku i coroczny wzrost o kolejne 5 p.p. Zmiana zapisów była już widoczna w 1Q'14 i była kontynuowana w 2Q'14. Kredyty o wskaźniku LtV powyżej 80% spadły o 9,4 p.p. q/q do 47,6 % wszystkich nowo podpisanych umów. Banki udzieliły znacznie więcej kredytów o wskaźniku w przedziałach 30-50% oraz 50-80% (wzrosty odpowiednio o 1,4 p.p. i 7 p.p. q/q).

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów

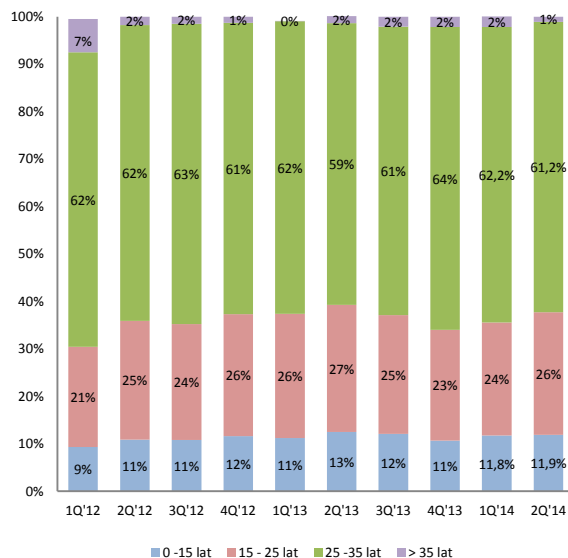


Źródło: AMRON, ZBP

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. 1% dotyczy okresu powyżej 35 lat. W 2Q'14 wzrósł udział kredytów o krótszym okresie zapadalności, czyli do 15 lat (0,1 p.p. q/q) oraz w przedziale 15-25 lat (+2,0 p.p. q/q). Spadł natomiast odsetek kredytów o terminie 25-35 lat o 1,0 p.p. Mimo to stanowiły one ponad 61% ogólnej liczby udzielonych kredytów.

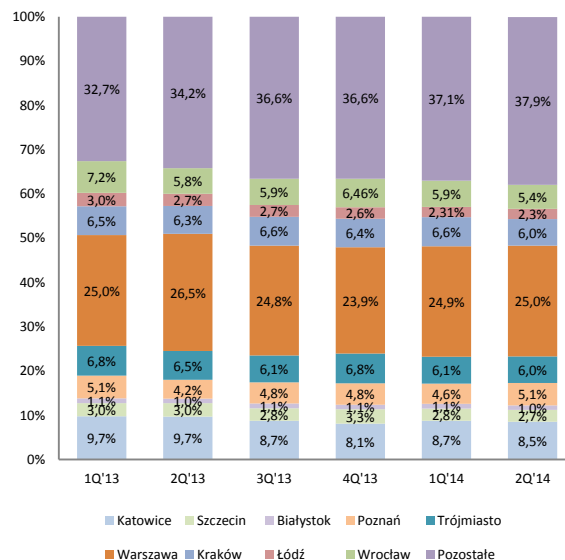
Z badań rynku przeprowadzonych przez ZBP wynika, że w 2Q'14 zwiększyła się liczba kredytów udzielonych w mniejszych miastach Polski (+0,1 p.p. q/q). Niemniej, niemal 63% całości nowych kredytów było zaciąganych w 9 największych miastach kraju. Tradycyjnie największy odsetek miał miejsce w Warszawie, gdzie odnotowano wzrost o 0,1 p.p. do 25,0%. Na drugim miejscu znalazły się Katowice (8,5%), a na trzecim Trójmiasto i Kraków (po 6,0%) Nieznaczne zmiany świadczą o stabilizacji struktury geograficznej polskiego rynku kredytów mieszkaniowych.

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



Źródło: AMRON, ZBP

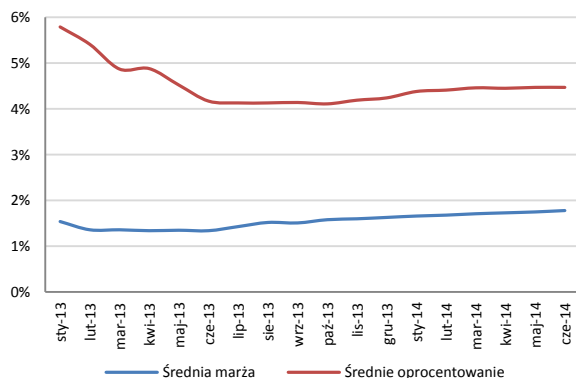
Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

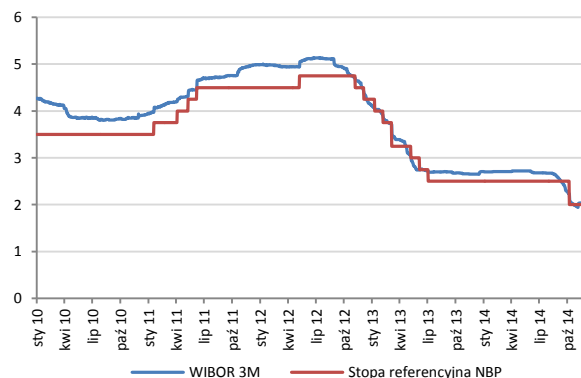
W okresie 2Q'14 banki dalej prowadziły akcję podwyższania marż kredytów hipotecznych. Średnia marża modelowego kredytu wyniosła 1,8%, co oznacza podwyżkę o niemal 0,1 p.p. q/q. Przeciętne oprocentowanie pozostało niemal bez zmian i wynosiło niecałe 4,5%. Po obniżeniu stopy referencyjnej przez RPP, WIBOR 3M zbliżył się do jej poziomu i wynosi blisko 2,0%.

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	8,2	7,5	9,5	11,6	13,2	14,5	15,3	15,8	16,4	16,9	17,3	17,5
Wartości niematerialne i prawne	1,2	1,2	1,8	2,2	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5
Rzeczowe aktywa trwałe	5,3	4,7	6,0	7,6	8,8	9,8	10,4	10,9	11,3	11,7	12,0	12,2
Długoterminowe należności	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Aktywa obrotowe	1751,5	1721,4	1646,9	1641,4	1678,3	1723,0	1701,4	1731,5	1802,5	1865,9	1930,0	1984,6
Zapasy	1305,6	1346,6	1319,6	1437,2	1459,7	1477,4	1438,9	1480,2	1516,6	1553,8	1593,6	1631,7
Należności z tyt. dostaw i usług	28,0	43,3	26,0	22,3	29,3	28,3	29,8	30,1	31,3	32,2	33,2	34,2
Pozostałe aktywa obrotowe	7,2	4,1	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Krótkoterminowe aktywa finansowe	234,8	5,2	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	175,9	322,3	280,5	161,1	168,6	196,6	212,0	200,4	233,8	259,2	282,5	298,0
Aktywa razem	1759,7	1728,9	1656,4	1653,1	1691,5	1737,5	1716,6	1747,3	1818,8	1882,8	1947,3	2002,1
Kapitał (fundusz) własny	892,4	856,5	856,8	872,0	898,4	919,2	942,3	964,6	987,6	1011,2	1035,2	1059,3
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	452,7	488,6	340,3	334,3	316,3	326,3	276,3	276,3	316,3	346,3	376,3	396,3
Kredyty i pożyczki długoterminowe	177,0	174,0	124,0	98,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	220,0	270,0	170,0	190,0	250,0	280,0	230,0	230,0	270,0	300,0	330,0	350,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	55,7	23,7	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	414,6	383,7	459,4	446,8	476,9	492,0	498,0	506,5	515,0	525,3	535,9	546,5
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	131,5	140,4	165,1	189,5	212,8	221,7	224,4	231,2	238,2	245,7	253,2	261,5
Zobowiązania oprocentowane - część krótkoterminowa	33,0	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Zobowiązania z tyt. odsetek od kredytów i obligacji	4,3	3,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Rozliczenia międzyokresowe/Przychody przyszłych okresów	236,9	231,6	185,6	148,6	155,4	161,7	165,0	166,7	168,2	171,0	174,0	176,4
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,8	8,0	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Pasywa razem	1759,7	1728,9	1656,4	1653,1	1691,5	1737,5	1716,6	1747,3	1818,8	1882,8	1947,3	2002,1

Rachunek zysków i strat [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody netto ze sprzedaży	851,4	676,4	780,8	896,3	984,3	976,2	1007,4	1036,4	1069,1	1102,8	1135,9	1167,5
Koszty produktów, towarów i materiałów	647,4	519,3	625,7	707,2	758,6	747,2	772,3	795,7	821,8	848,8	875,4	900,9
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	155,0	189,0	225,7	229,0	235,1	240,8	247,3	254,0	260,5	266,6
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	41,1	40,4	44,4	44,0	45,4	46,7	48,2	49,7	51,2	52,6
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,0	51,0	52,6	52,6	54,2	55,9	57,7	59,4	61,3	63,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	37,2	31,2	33,4	35,9	35,7	36,0	37,0	38,3	39,4	40,6	41,9	43,3
EBITDA	116,5	76,5	70,6	91,7	126,3	128,8	133,1	135,5	139,0	142,3	145,4	148,1
EBIT	113,5	73,3	67,4	87,9	121,7	123,6	127,3	129,3	132,6	135,6	138,5	141,0
Saldo działalności finansowej	0,0	-3,6	0,2	-2,0	-3,3	-3,1	-2,4	-1,9	-2,3	-2,2	-2,2	-2,2
Zysk (strata) brutto	113,5	69,7	67,5	85,9	118,5	120,5	124,9	127,4	130,3	133,4	136,3	138,8
Zysk (strata) netto	91,2	54,5	54,3	69,6	96,0	97,6	101,2	103,2	105,6	108,0	110,4	112,5

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	125,6	-8,7	67,9	-53,2	101,2	101,3	150,0	76,2	82,8	87,0	87,0	91,2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-238,2	231,5	-5,5	-5,9	-6,2	-6,5	-6,5	-6,7	-6,9	-7,2	-7,3	-7,3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-91,8	-76,5	-104,2	-60,3	-87,6	-66,8	-128,1	-80,9	-42,6	-54,4	-56,4	-68,3
Przepływy pieniężne netto	-204,3	146,3	-41,9	-119,4	7,5	28,0	15,3	-11,5	33,3	25,4	23,3	15,5
Środki pieniężne na początek okresu	380,2	175,9	322,3	280,5	161,1	168,6	196,6	212,0	200,4	233,8	259,2	282,5
Środki pieniężne na koniec okresu	175,9	322,3	280,5	161,1	168,6	196,6	212,0	200,4	233,8	259,2	282,5	298,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dane finansowe												
Przychody zmiana r/r	45,7%	-20,6%	15,4%	14,8%	9,8%	-0,8%	3,2%	2,9%	3,2%	3,2%	3,0%	2,8%
EBITDA zmiana r/r	10,3%	-34,4%	-7,7%	30,0%	37,7%	2,0%	3,3%	1,8%	2,6%	2,3%	2,2%	1,8%
EBIT zmiana r/r	10,0%	-35,4%	-8,1%	30,5%	38,5%	1,5%	3,0%	1,6%	2,6%	2,3%	2,2%	1,8%
Zysk netto zmiana r/r	11,1%	-40,2%	-0,4%	28,1%	37,9%	1,7%	3,7%	2,0%	2,3%	2,4%	2,2%	1,8%
Marża brutto na sprzedaży	24,0%	23,2%	19,9%	21,1%	22,9%	23,5%	23,3%	23,2%	23,1%	23,0%	22,9%	22,8%
Marża EBITDA	13,7%	11,3%	9,0%	10,2%	12,8%	13,2%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%
Marża EBIT	13,3%	10,8%	8,6%	9,8%	12,4%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%
Marża brutto	13,3%	10,3%	8,7%	9,6%	12,0%	12,3%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	11,9%
Marża netto	10,7%	8,1%	7,0%	7,8%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%
ROE	10,2%	6,4%	6,3%	8,0%	10,7%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%
ROA	5,2%	3,2%	3,3%	4,2%	5,7%	5,6%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%
Dług	430,0	444,0	394,0	388,0	370,0	380,0	330,0	330,0	370,0	400,0	430,0	450,0
D/(D+E)	24,4%	25,7%	23,8%	23,5%	21,9%	21,9%	19,2%	18,9%	20,3%	21,2%	22,1%	22,5%
D/E	32,3%	34,6%	31,2%	30,7%	28,0%	28,0%	23,8%	23,3%	25,5%	27,0%	28,3%	29,0%
Odsetki / EBIT	6,0%	8,4%	9,2%	6,9%	4,8%	4,7%	4,4%	4,1%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%
Dług / Kapitał własny	48,2%	51,8%	46,0%	44,5%	41,2%	41,3%	35,0%	34,2%	37,5%	39,6%	41,5%	42,5%
Dług netto	254,1	121,8	113,5	227,0	201,5	183,5	118,1	129,6	136,3	140,9	147,6	152,1
Dług netto / Kapitał własny	28,5%	14,2%	13,2%	26,0%	22,4%	20,0%	12,5%	13,4%	13,8%	13,9%	14,3%	14,4%
Dług netto / EBITDA	218%	159%	161%	247%	160%	142%	89%	96%	98%	99%	101%	103%
Dług netto / EBIT	223,8%	166,0%	168,4%	258,2%	165,5%	148,5%	92,8%	100,2%	102,8%	103,9%	106,5%	107,8%
EV	1416,1	1283,7	1275,4	1389,0	1363,5	1345,5	1280,1	1291,6	1298,3	1302,9	1309,6	1314,0
Dług / EV	30,4%	34,6%	30,9%	27,9%	27,1%	28,2%	25,8%	25,5%	28,5%	30,7%	32,8%	34,2%
CAPEX / Przychody	-0,4%	-0,4%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
CAPEX / Amortyzacja	121,6%	78,9%	160,5%	155,2%	134,4%	124,1%	113,9%	109,0%	108,5%	107,8%	105,4%	103,6%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	-7,8%	-2,2%	11,8%	-3,5%	0,0%	-4,6%	3,0%	2,4%	2,2%	2,4%	2,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,8%	-30,2%	-16,5%	91,9%	-39,1%	4,0%	-150,2%	107,4%	79,0%	73,1%	82,8%	81,8%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
MC/S	1,4	1,7	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
P/E	12,7	21,3	21,4	16,7	12,1	11,9	11,5	11,3	11,0	10,8	10,5	10,3
P/BV	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
P/CE	4,3	3,1	3,5	5,0	4,4	4,0	3,7	3,8	3,4	3,2	3,0	2,8
EV/EBITDA	12,2	16,8	18,1	15,1	10,8	10,4	9,6	9,5	9,3	9,2	9,0	8,9
EV/EBIT	12,5	17,5	18,9	15,8	11,2	10,9	10,1	10,0	9,8	9,6	9,5	9,3
EV/S	1,7	1,9	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
BVPS	36,0	34,6	34,6	35,2	36,3	37,1	38,0	38,9	39,9	40,8	41,8	42,8
EPS	3,68	2,20	2,19	2,81	3,87	3,94	4,08	4,17	4,26	4,36	4,46	4,54
CEPS	10,8	15,2	13,5	9,3	10,7	11,9	12,6	12,3	13,7	14,8	15,9	16,6
DPS	1,5	3,68	2,20	2,19	2,81	3,10	3,15	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6
Dyield	3,2%	7,8%	4,7%	4,7%	6,0%	6,6%	6,7%	7,0%	7,1%	7,3%	7,4%	7,6%
Payout ratio	45,1%	99,8%	99,9%	100,0%	100,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 46,91 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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	41,78	redukuj	39,37	18.11.2014	46,91	53 199
Redukuj	39,37	---	---	04.08.2014	44,49	50 577

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	1	25%
Redukuj	2	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
 Poszczególne rekomendacje powinny służyć inwestorom 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).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 18.11.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.11.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, 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 wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów 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 się sprawdzą.

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. 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 i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM 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 dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 18.11.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.