Dom Maklerski BDM S.A.

RONSON

RAPORT ANALITYCZNY

Trzymaj

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 1,62 PLN

5 GRUDNIA 2014

W ostatnim czasie kurs Ronsona uległ mocnej korekcie. Naszym zdaniem rynek ciągle dyskontuje słabe wyniki, z którymi deweloper musiał się zmierzyć w '14. Niska liczba przekazań, a do tego rentowność rzędu kilku procent niektórych projektów powoduje, że ze słabymi wynikami należy się liczyć także w 4Q'14. Pozytywniej jednak spoglądamy na kolejne okresy. Lekka poprawa będzie widoczna już w 1H'15, a skokowego wzrostu wyników można oczekiwać w 2H'15. Wysokie poziomy kontraktacji, które deweloper pokazuje od początku '14 (ok. 720 sprzedanych mieszkań w '14 vs 572 lokale w '13) powinny się przełożyć na wypracowanie ok. 369,3 mln PLN przychodów i 56,3 mln EBITDA w '15. Prognozowany przez nas zysk netto może być bliski 37,8 mln PLN, co jest najlepszym rezultatem od '07. Utrzymania bardzo dobrych wyników oczekujemy także w '16, na co pozwolą spodziewana poprawa kontraktacji oraz przekazania mieszkań z wysokomarżowych projektów (m.in. Tamka, Moko). Dlatego też decydujemy się na zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 1,62 PLN/akcję. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń przy wartościach P/BV na lata 2015-16 rzędu 0,85x, co stanowi dyskonto względem największych deweloperów mieszkaniowych.

W 4Q'14 należy ciągle liczyć się ze słabymi wynikami. Spodziewamy się, że Ronson sprzeda notarialnie ok. 50 lokali, co pozwoli na wypracowanie jedynie 18,2 mln PLN przychodów, przy średniej rentowności 11,1% (spadek marży r/r wynika z przekazań projektu Młody Grunwald w Poznaniu). Oczekujemy, że EBITDA wyniesie -3,8 mln PLN, a strata netto będzie bliska -3,7 mln PLN.

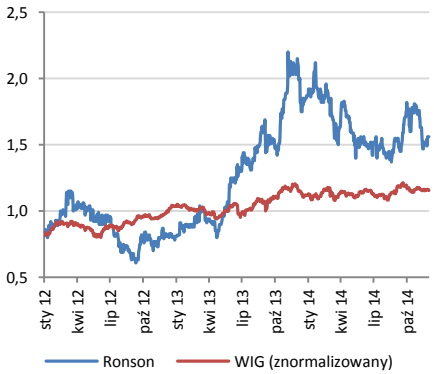
Perspektywa lat '15-'16 dla dewelopera prezentuje się znacznie lepiej. Wysoka kontraktacja, którą obecnie prezentuje deweloper (ok. 720 lokali w '14) powinna zostać poprawiona w latach 2015-16. Przełoży się to na wyniki finansowe, co powinno być widoczne od 2H'15. Zakładamy, że Ronson przekaże w latach 2015-16 łącznie ponad 1720 mieszkań, w tym z wysokomarżowych projektów Tamka, Jaśminowa i Moko. Przychody ze sprzedaży w '15 wzrosną do 369,3 mln PLN, przy jednoczesnej poprawie rentowności z oddawanych projektów do 22,6%. Prognozujemy, że wynik EBITDA będzie bliski 56,3 mln PLN, a zysk netto wyniesie 37,8 mln PLN (najlepszy wynik od '07). Równie dobre powinny być również wyniki w '16. Według naszych założeń przychody mogą osiągnąć 354,3 mln PLN, a zysk netto ok. 38,7 mln PLN.

W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie poziomu kontraktacji i sprzedaży notarialnej lokali na poziomie 800-900 rocznie, z czego ok. 700 dotyczyłoby rynku warszawskiego. Pozwoliłoby to na zwiększenie udziału dewelopera do ok. 7% udziału w stolicy. Spółka zapowiedziała również powrót do uchwalonej polityki dywidendowej i dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami już za rok 2015.

Wycena końcowa [PLN]	**1,62**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+3,8%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	1,56
Kapitalizacja [mln PLN]	424,9
Ilość akcji [mln. szt.]	272,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,82
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,37
Stopa zwrotu za 3 mc	+2,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	+2,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Global City Holdings	39,8%
U. Dori Group	39,8%
ING OFE	7,3%
Amplico OFE	5,0%
Pozostali	8,1%

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	160,7	369,3	354,3
EBITDA [mln PLN]	1,4	27,0	19,4	-1,3	56,3	54,1
EBIT [mln PLN]	0,8	26,3	18,7	-1,9	55,7	53,4
Wynik netto [mln PLN]	5,4	31,3	18,4	-3,0	37,8	38,6
P/BV	0,99	0,92	0,91	0,92	0,85	0,85
P/E	78,9	13,6	23,1	-	11,2	11,0
EV/EBITDA	374,5	21,7	28,2	-	9,1	8,3
EV/EBIT	657,2	22,4	29,1	-	9,2	8,4
ROE	1,3%	6,8%	3,9%	-0,6%	7,5%	7,7%



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
WYNIKI ZA 3Q'14 10
WYNIKI DEWELOPERÓW GIEŁDOWYCH W 3Q'14 11
PROGNOZA NA 4Q'14 I KOLEJNE OKRESY 14
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 16
OTOCZENIE RYNKOWE 17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 23

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 1,52 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 1,84 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 440,9 mln PLN, czyli **1,62 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	414,7	1,52
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	502,0	1,84
C= (A*70%+B*30%)	**Wycena końcowa [PLN]**	**440,9**	**1,62**

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 odbiły się na wynikach w okresie 3-4Q'14. Spodziewamy się, że deweloper przekaże w '14 486 mieszkań, co wygeneruje ok. 160,7 mln PLN, przy marży brutto na poziomie 15,6%. Strata EBIT wyniesie 1,9 mln PLN, natomiast wynik netto wyniesie niecałe 4,3 mln PLN, co będzie wynikiem najgorszym od roku 2008.

Perspektywa lat '15-'16 dla dewelopera prezentuje się znacznie lepiej. Wysoka kontraktacja, którą obecnie prezentuje deweloper (ok. 720 lokali w '14) powinna zostać poprawiona w latach 2015-16. Przełoży się to na wyniki finansowe, co powinno być widoczne od 2H'15. Zakładamy, że Ronson przekaże w latach 2015-16 łącznie ponad 1720 mieszkań, w tym z wysokomarżowych projektów Tamka, Jaśminowa i Moko. Przychody ze sprzedaży w '15 mogą wzrosnąć do 369,3 mln PLN, przy jednoczesnej poprawie rentowności z oddawanych projektów do 22,6%. Prognozujemy, że wynik EBITDA będzie bliski 56,3 mln PLN, a zysk netto wyniesie 37,8 mln PLN (najlepszy wynik od '07). Równie dobre powinny być również wyniki w '16. Według naszych założeń przychody mogą osiągnąć 354,3 mln PLN, a zysk netto ok. 38,7 mln PLN.

Podsumowując, perspektywa lat 2015-16 prezentuje się dla spółki bardzo dobrze. Przede wszystkim wskazujemy na skokowe zwiększenie wolumenu przekazań i kontraktacji w okresie 2015-16. Zwracamy również uwagę, że spółka posiada rozległy bank ziemi, co ogranicza zapotrzebowanie na nowe grunty w najbliższych kwartałach (w dłuższej perspektywie Ronson będzie musiał rozbudować bank ziemi). W kolejnych latach spodziewamy się ustabilizowania wyników operacyjnych. Według naszych założeń spółka będzie utrzymywać poziom kontraktacji i przekazań 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 w latach 2016-17 będzie wypłacał 100% wypracowanego zysku netto (później 50%). Dlatego też zmieniamy zalecenie z Redukuj na Trzymaj z ceną docelową 1,62 PLN. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2014-2015 przy P/BV na pułapie 0,85x, co stanowi istotne dyskonto względem największych podmiotów.

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 486 mieszkań w 2014 r., a w 2015 ponad 880 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował na poziomie ok. 800 mieszkań.
- Zakładamy, że Ronson zakontraktuje w latach 2014-15 odpowiednio 719 i 853 lokali, a w długim terminie deweloper utrzyma poziom ok. 800 sprzedawanych mieszkań.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2014-15) będzie nieznacznie spadać od poziomu 22%. 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 05.12.2014

Metoda DCF dała wartość spółki Ronson na poziomie 412,8 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 1,52 PLN.

Model DCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	160,7	369,3	354,3	320,7	314,1	324,0	333,9	343,7	352,9	361,6
EBIT [mln PLN]	-1,9	55,7	53,4	42,0	38,8	39,9	40,9	41,9	42,7	43,6
Stopa podatkowa	-18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,3	10,6	10,2	8,0	7,4	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3
NOPLAT [mln PLN]	-2,2	45,1	43,3	34,0	31,4	32,3	33,1	34,0	34,6	35,3
Amortyzacja [mln PLN]	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
CAPEX [mln PLN]	-0,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	26,9	20,1	60,5	20,8	-7,1	-3,2	7,1	-4,1	0,5	-0,2
FCF [mln PLN]	24,8	64,3	103,2	54,3	24,0	28,9	39,9	29,7	35,0	35,0
DFCF [mln PLN]	24,6	59,2	87,7	42,5	17,2	19,1	24,3	16,6	17,9	16,4
Suma DFCF [mln PLN]	325,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	442,8			*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%*						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	207,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	533,2									
Dług netto [mln PLN]	120,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**412,8**									
Ilość akcji [tys.]	272,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**1,52**									

Przychody zmiana r/r	-22,4%	129,8%	-4,1%	-9,5%	-2,1%	3,2%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%
EBIT zmiana r/r	-110,0%	-3071,9%	-4,0%	-21,5%	-7,6%	2,9%	2,4%	2,6%	1,9%	2,0%
FCF zmiana r/r	-44,6%	159,7%	60,5%	-47,3%	-55,8%	20,5%	38,2%	-25,6%	17,8%	0,0%
Marża EBITDA	-0,8%	15,3%	15,3%	13,3%	12,6%	12,5%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%
Marża EBIT	-1,2%	15,1%	15,1%	13,1%	12,3%	12,3%	12,2%	12,2%	12,1%	12,1%
Marża NOPLAT	-1,4%	12,2%	12,2%	10,6%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	88,7%	250,6%	188,5%	165,7%	141,5%	137,1%	128,3%	122,3%	115,1%	108,5%
Zmiana KO / Przychody	-16,7%	-5,4%	-17,1%	-6,5%	2,3%	1,0%	-2,1%	1,2%	-0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	58,0%	-9,6%	402,4%	61,9%	-108,1%	31,8%	-71,3%	41,5%	-5,9%	2,6%

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	75,2%	78,1%	83,1%	93,3%	95,5%	95,6%	95,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	24,8%	21,9%	16,9%	6,7%	4,5%	4,4%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,0%	8,2%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	9,0%	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	1,43	1,51	1,60	1,71	2,50	2,06	2,36	2,82	3,66
	0,8	1,36	1,43	1,51	1,60	1,73	1,90	2,13	2,49	3,07
	0,9	1,30	1,36	1,42	1,51	1,62	1,76	1,95	2,22	2,65
	1,0	1,24	1,29	1,35	1,42	**1,52**	1,63	1,79	2,01	2,34
	1,1	1,19	1,23	1,28	1,35	1,43	1,53	1,66	1,84	2,09
	1,2	1,14	1,18	1,22	1,28	1,35	1,43	1,54	1,69	1,90
	1,3	1,09	1,13	1,17	1,22	1,28	1,35	1,44	1,57	1,73

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%	1,51	1,59	1,70	1,83	2,01	2,26	2,64	3,27	4,53
	4%	1,36	1,43	1,51	1,60	1,73	1,90	2,13	2,49	3,07
	5%	1,24	1,29	1,35	1,42	**1,52**	1,63	1,79	2,01	2,34
	6%	1,14	1,18	1,22	1,28	1,35	1,43	1,54	1,69	1,90
	7%	1,05	1,08	1,12	1,16	1,21	1,28	1,36	1,46	1,60
	8%	0,97	1,00	1,03	1,06	1,10	1,15	1,21	1,29	1,38
	9%	0,90	0,93	0,95	0,98	1,01	1,05	1,09	1,15	1,22

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%	2,36	2,23	2,12	2,01	1,92	1,83	1,75	1,68	1,62
	4%	2,08	1,95	1,83	1,73	1,64	1,55	1,48	1,41	1,35
	5%	1,86	1,73	1,62	**1,52**	1,43	1,35	1,28	1,21	1,16
	6%	1,68	1,55	1,44	1,35	1,26	1,19	1,12	1,06	1,01
	7%	1,53	1,41	1,31	1,21	1,13	1,06	1,00	0,94	0,89
	8%	1,41	1,29	1,19	1,10	1,03	0,96	0,90	0,85	0,80
	9%	1,31	1,19	1,09	1,01	0,94	0,87	0,82	0,77	0,72

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-16 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 (50%/50%). W naszej wycenie uwzględniliśmy 10% dyskonto, z uwagi na mniejszą skalę biznesu i brak powtarzalności wyników. W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2015-16 jest notowana z ok. 30%-owym dyskontem względem największych krajowych podmiotów.

Ostateczna wycena Ronson metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **1,84 PLN**, czyli o 18,2% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	mln PLN	PLN
Wycena podmiotów krajowych	493,6	1,81
Wycena podmiotów zagranicznych	511,1	1,88
WYCENA KOŃCOWA	**502,3**	**1,84**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza deweloperów krajowych

	P/E		P/BV	
	2015P	**2016P**	**2015P**	**2016P**
Robyg	11,7	8,9	1,3	1,2
Dom Development	16,4	11,9	1,3	1,3
Mediana	14,0	10,4	1,3	1,2
Ronson	11,2	11,0	0,8	0,8
Premia/dyskonto do spółki	-19,9%	5,9%	-34,0%	-31,2%
Wycena wg wskaźnika	1,95	1,47	2,36	2,27
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	**1,71**		**2,32**	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Premia/dyskonto	-10%			
Wycena 1 akcji [PLN]	**1,81**			

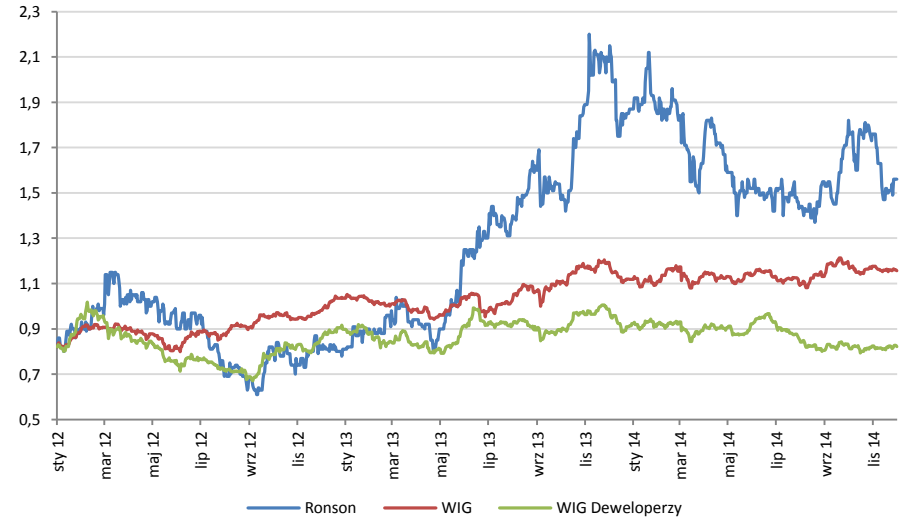
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza deweloperów zagranicznych

	P/E		P/BV	
	2015P	**2016P**	**2015P**	**2016P**
PIK GROUP	10,5	8,2	2,5	1,9
KAUFMAN & BROAD SA	13,2	11,0	2,2	1,9
PERSIMMON PLC	9,8	8,5	2,0	1,6
TAYLOR WIMPEY PLC	8,5	7,4	1,5	1,4
BOVIS HOMES GROUP PLC	8,1	6,9	1,2	1,0
BARRATT DEVELOPMENTS PLC	8,2	7,6	1,1	1,0
Mediana	9,1	7,9	1,7	1,5
Ronson	11,2	11,0	0,8	0,8
Premia/dyskonto do spółki	23%	40%	-51%	-43%
Wycena wg wskaźnika	1,27	1,12	3,21	2,74
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	**1,19**		**2,97**	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Premia/dyskonto	-10%			
Wycena 1 akcji [PLN]	**1,88**			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

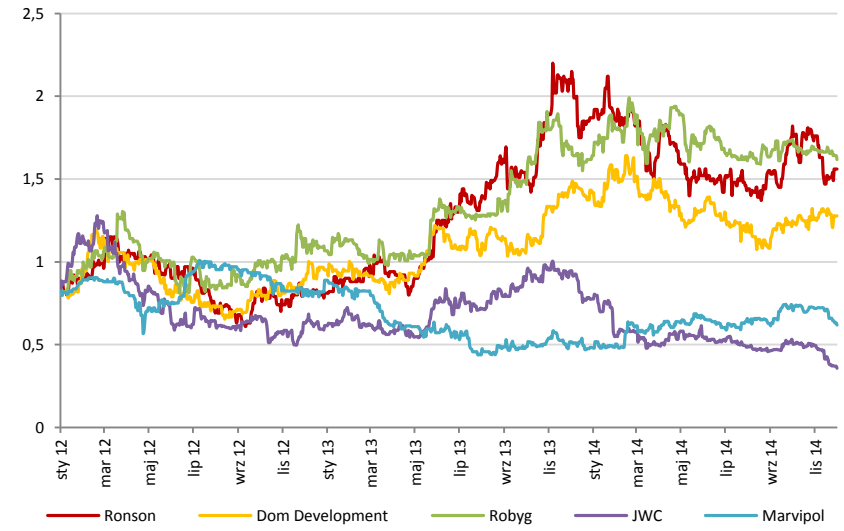
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

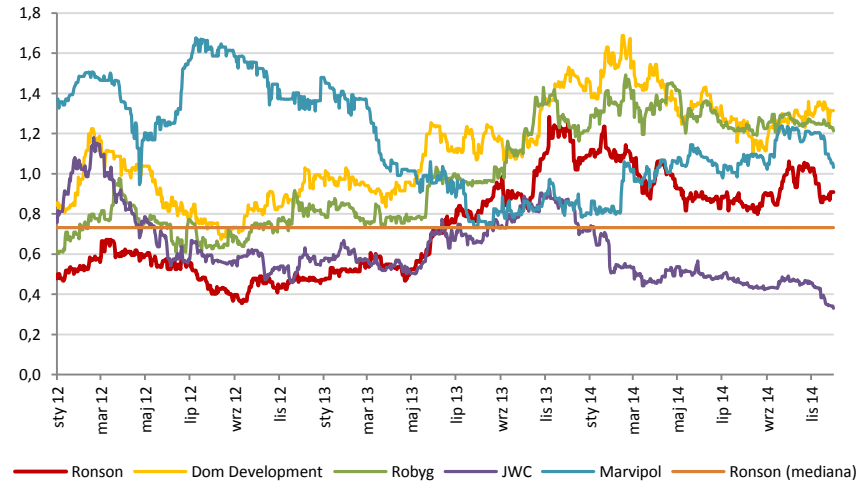
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych



Kurs Ronsona zachowuje się lepiej niż większości giełdowych deweloperów mieszkaniowych, jednak względem Robygu ciągle widoczne jest dyskonto.

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 przekazań, a tym samym wypracowane wyniki.

- **Brak oferty w segmencie popularnym**
  Na krajowym rynku mieszkaniowym zauważalna jest powolna tendencja zakupu nieco większych mieszkań (powyżej 55 m^2). 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 zaciąganym kredycie mieszkaniowym 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/m^2). 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 3Q'14

W 3Q'14 deweloper zanotował znacznie gorsze wyniki finansowe. Przychody ze sprzedaży obniżyły się o 48,5% do 29,5 mln PLN w 3Q'14. Jednocześnie Ronson wypracował jedynie 1,9 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży, co implikuje rentowność bliską 6,3%. Jeszcze gorzej wypadły EBIT, który spadł o ok. 9,0 mln PLN (strata operacyjna w 3Q'14 wyniosła 4,9 mln PLN), a strata netto była równa 4,9 mln PLN. Pogorszenie wyników jest również widoczne w ujęciu 1-3Q'14. Skonsolidowane przychody spadły o 15,2% do 142,5 mln PLN. Rentowność brutto w tym okresie wyniosła 16,1% (-5,6 p.p.). EBITDA w 1-3Q'14 była bliska 2,5 mln PLN, a na poziomie netto Ronson odnotował stratę rzędu 0,7 mln PLN.

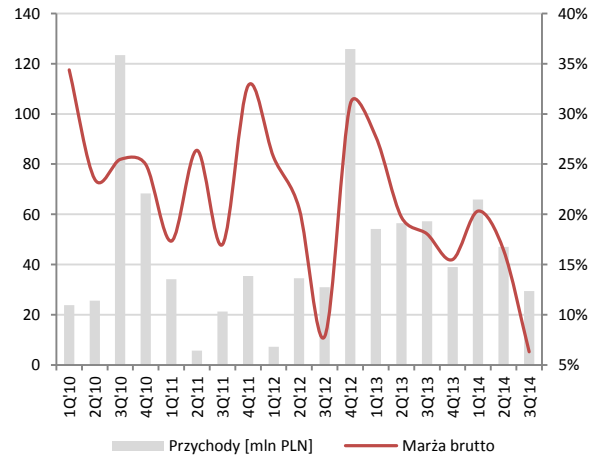
Dużo słabsze wyniki finansowe były pochodną dwóch czynników. Po pierwsze, deweloper sprzedał notarialnie jedynie 96 lokali w 3Q'14 (w 3Q'13 liczba oddanych do użytku mieszkań wynosiła 135). Po drugie mieszkania, które były przekazywane w 3Q'14 cechowały się dużo niższą marża. Za ok. 85% przekazań odpowiadał poznański projekt Młody Grunwald (etap I), którego średnia rentowność mieści się w przedziale 3-5%. Do tego należy również doliczyć przekazania słabej inwestycji w Łomiankach (Naturalis), z której oddano 10 mieszkań (marża brutto na poziomie 8-9%). Znacznie lepiej prezentuje się natomiast kontraktacja Ronsona. Od początku roku spółka wykazuje dodatnią dynamikę, która została podtrzymana w 3Q'14 (deweloper znalazł nabywców na 149 mieszkań; +26 lokale r/r).

Wyniki skonsolidowane Ronson [mln PLN]

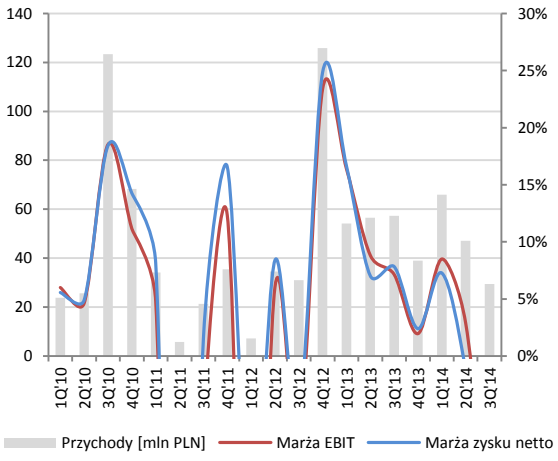
	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	57,3	29,5	-48,5%	168,0	142,5	-15,2%	198,8	207,0	4,2%
Zysk brutto na sprzedaży	10,3	1,9	-82,0%	36,5	23,0	-37,0%	50,4	42,6	-15,6%
EBITDA	4,2	-4,7	-	18,5	2,5	-86,3%	27,0	19,4	-28,3%
EBIT	4,1	-4,9	-	18,0	2,1	-88,5%	26,3	18,7	-28,7%
Zysk netto	4,5	-4,9	-	17,5	-0,7	-	31,3	18,4	-41,2%
Marża brutto na sprzedaży	18,1%	6,3%		21,7%	16,1%		25,4%	20,6%	
Marża EBITDA	7,4%	-16,1%		11,0%	1,8%		13,6%	9,4%	
Marża EBIT	7,2%	-16,6%		10,7%	1,4%		13,2%	9,1%	
Marża zysku netto	7,8%	-16,5%		10,4%	-0,5%		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 1-3Q'13 vs 1-3Q'14

1-3Q'13		1-3Q'14	
Projekt	**Lokale sprzedane**	**Projekt**	**Lokale sprzedane**
Constans	12	Impressio I	2
Sakura I i II	94	Chili I i II	2
Impressio I	17	Naturalis I, II i III	19
Chili I i II	26	Panoramika I	9
Naturalis I, II i III	32	Verdis I i II	5
Panoramika I	34	Espresso I	18
Gemini II	14	Młody Grunwald I	55
Verdis II	26	Constans	1
Verdis II	32	Sakura I i II	1
Espresso I	83	Sakura III	62
Młody Grunwald I	27	Sakura IV	33
Sakura III	8	Verdis III	100
Verdis III	5	Verdis IV	21
Espresso II	8	Espresso II	70
		Impressio II	28
		Chili III	19
		Tamka	26
		Młody Grunwald II	27
		Panoramika II	5
		Moko I	59
		Pozostałe	3
Razem	**418**	**Razem**	**565**

Porównanie przekazań na poszczególnych projektach 3Q'13 vs 3Q'14

3Q'13			3Q'14		
Projekt	**Lokale przekazane**	**Marża**	**Projekt**	**Lokale przekazane**	**Marża**
Gemini II	9	39,2%	Espresso I	4	20,4%
Verdis I i II	18	30,0%	Młody Grunwald I	81	6,9%
Sakura I i II	68	15,1%	Naturalis I, II, III	10	8,5%
Impressio I	6	-2,3%	Panoramika I	1	11,5%
Constans	2	-3,5%			
Naturalis I, II i III	17	12,4%			
Panoramika I	12	5,4%			
Chili I i II	3	5,3%			
Pozostałe	b.d.	49,4%			
Razem	**135**	**18,1%**	**Razem**	**96**	**6,3%**

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. 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 wpływy 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%. 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. Najsłabiej 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 sprzedaży 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*

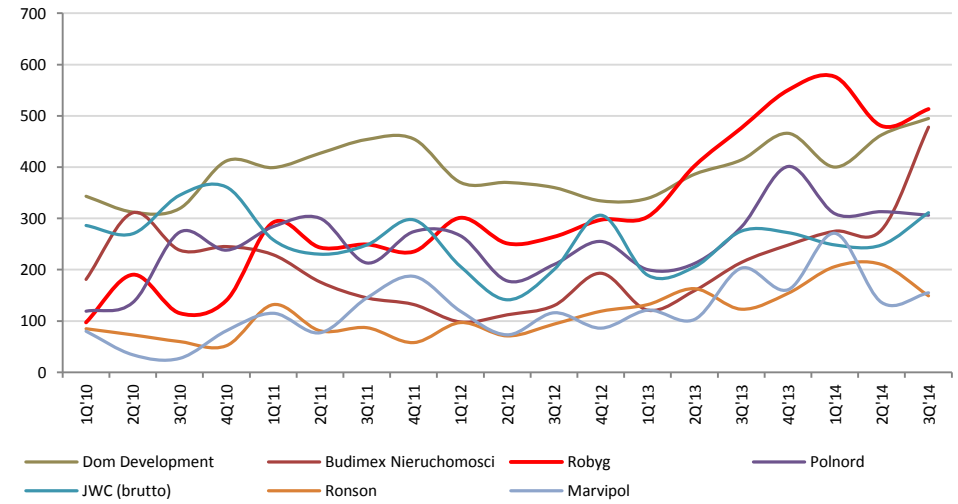
Z opublikowanych wyników sprzedażowych za 3Q'14 widać, że Dom Development stabilnie zwiększa poziom kontraktacji (+20% r/r). 20%-ową dynamikę sprzedaży pokazał również Ronson, co ma przełożyć się na dobre wyniki finansowe w latach 2015-16. Najwyższą dynamikę zaprezentował Budimex, który znalazł 478 nabywców, 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). Najsłabiej 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%

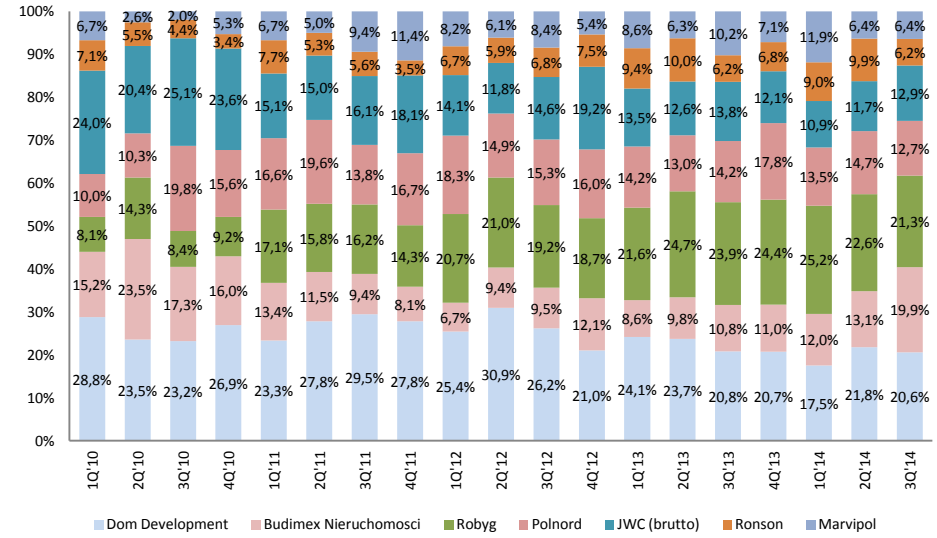
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



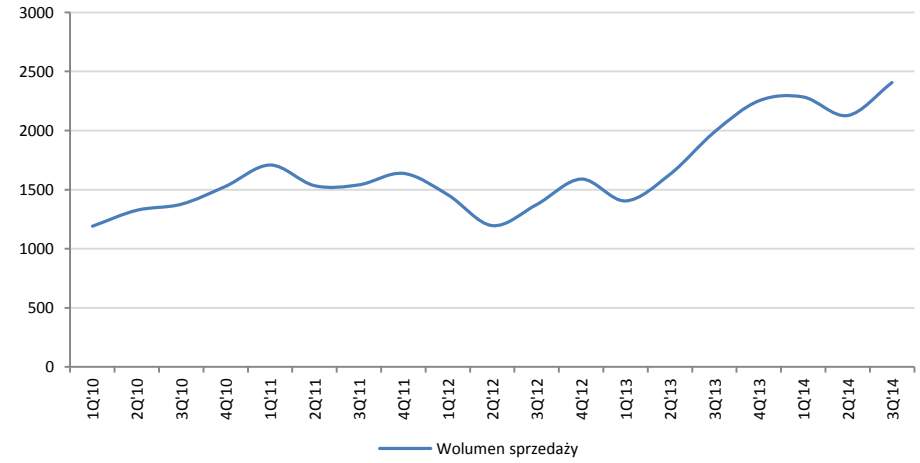
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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

PROGNOZA NA 4Q'14 I KOLEJNE OKRESY

W 4Q'14 spodziewamy się kontynuacji negatywnej ścieżki wynikowej, którą Ronson wykazuje od 2Q'14. Według naszych założeń deweloper przekaże ok. 50 mieszkań, co przełoży się na spadek przychodów ze sprzedaży do 18,2 mln PLN i spadek rentowności brutto do 11,1%. Tak mała liczba oddanych do użytku lokali przełoży się również na duży spadek EBITDA (oczekujemy straty rzędu 3,8 mln PLN). Na poziomie netto należy się liczyć ze stratą 3,7 mln PLN.

Pozytywniej prezentuje się perspektywa kolejnych kwartałów. Wyjścia „ponad kreskę" można się spodziewać już w 1Q'15, kiedy to wynik operacyjny wyniesie 1,7 mln PLN, a zysk netto będzie bliski 0,2 mln PLN. Dużo lepiej zapowiadają się następne kwartały. Znacznie lepszy r/r będzie okres 2H'15. Według naszych założeń przekazanie 588 lokali przełoży się na wygenerowanie 262,4 mln PLN przychodów, przy średniej rentowności ok. 26%. Zysk EBITDA może wynieść 52,6 mln PLN, a netto ok. 37,4 mln PLN.

Dosyć dobrze odbieramy wskaźniki operacyjne spółki. Rosnąca kontraktacja w '14 przełoży się na znaczną poprawę wyników w roku 2015. Liczymy, że sprzedaż 773 mieszkań w '14 oraz ok. 850 w '15 pozwoli na wzrost przychodów w '15 do 369,3 mln PLN, przy jednoczesnym wzroście średniej marży brutto do 22,6%. Według naszych założeń EBITDA w '15 może wynieść 56,3 mln PLN, a wynik netto wzrośnie do ok. 37,8 mln PLN. Utrzymania tej tendencji spodziewamy się również w '16.

W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania poziomu kontraktacji i przekazań 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% w latach 2016-17 (później oczekujemy wypłaty na poziomie 50% zysku netto). 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/przekazań 100 mieszkań rocznie, co ogranicza zapotrzebowanie na nowe działki.

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	47,1	29,5	18,2	48,6	58,2	124,5	137,9	207,0	160,7	369,3	354,3	320,7
Wynik brutto	15,0	11,2	10,3	6,1	13,4	7,7	1,9	2,0	8,1	8,8	36,2	30,4	42,6	25,0	83,5	81,8	69,6
EBITDA	9,0	5,2	4,2	0,9	5,8	1,5	-4,7	-3,8	1,7	2,1	29,3	23,3	19,4	-1,3	56,3	54,1	42,7
EBIT	8,9	5,0	4,1	0,8	5,6	1,4	-4,9	-3,9	1,5	1,9	29,2	23,1	18,7	-1,9	55,7	53,4	42,0
Wynik netto	9,0	4,0	4,5	0,9	4,8	-0,6	-4,9	-3,7	0,2	0,2	21,5	15,8	18,4	-4,3	37,8	38,6	28,3
Marża brutto	27,7%	19,7%	18,1%	15,5%	20,3%	16,4%	6,3%	11,1%	16,6%	15,1%	29,1%	22,0%	20,6%	15,6%	22,6%	23,1%	21,7%
Marża EBITDA	16,7%	9,2%	7,4%	2,3%	8,7%	3,2%	-16,1%	-20,8%	3,4%	3,5%	23,6%	16,9%	9,4%	-0,8%	15,3%	15,3%	13,3%
Marża EBIT	16,4%	8,8%	7,2%	2,0%	8,5%	2,9%	-16,6%	-21,7%	3,1%	3,3%	23,5%	16,7%	9,1%	-1,2%	15,1%	15,1%	13,1%
Marża netto	16,6%	7,0%	7,8%	2,4%	7,3%	-1,2%	-16,5%	-20,1%	0,5%	0,3%	17,3%	11,5%	8,9%	-2,7%	10,2%	10,9%	8,8%
Liczba lokali sprzedanych	132	163	123	154	206	209	149	154	219	213	210	211	572	719	853	816	805
Liczba lokali przekazanych	114	127	135	98	197	140	97	52	135	163	242	346	474	486	886	859	816

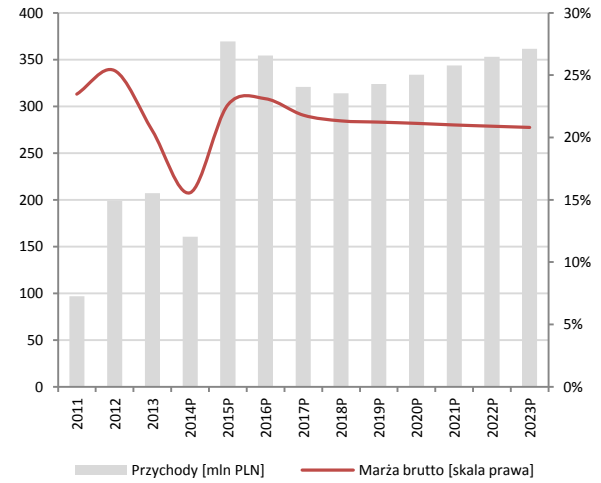
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia projektów uwzględnionych w prognozie szczegółowej na lata 2014-15

Projekt	Przychody [mln PLN]				
	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Constans	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Gemini II	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0
Naturalis	1,5	3,8	3,1	2,7	2,3
Panoramica I	0,8	3,5	0,8	0,0	0,0
Chili I	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Espresso I	1,1	0,8	0,0	0,0	0,0
Moko	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tamka	0,0	0,0	0,0	50,4	22,4
Sakura I i II	1,5	2,7	0,0	0,0	0,0
Verdis I i II	1,6	6,5	1,6	0,0	0,0
Espresso II	0,0	0,0	0,0	0,0	29,6
Kamienica Jeżyce	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impressio II	0,0	0,0	20,6	14,4	13,8
Młody Grunwald I	6,9	4,1	0,0	0,0	0,0
Sakura III	0,0	22,7	19,2	8,0	0,7
Verdis III	0,0	0,0	9,8	25,4	13,7
Verdis IV	0,0	0,0	0,0	0,0	17,9
Chili III	2,6	3,4	2,6	1,3	0,0
Sakura IV	0,0	0,0	0,0	21,7	18,9
Młody Grunwald II	0,0	0,0	0,0	0,0	18,1

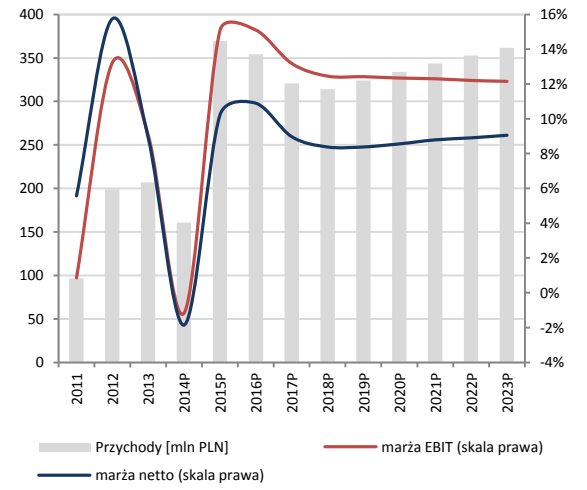
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * w przychodach uwzględniamy przychody pozostałe*

Przychody [mln PLN] vs marża brutto



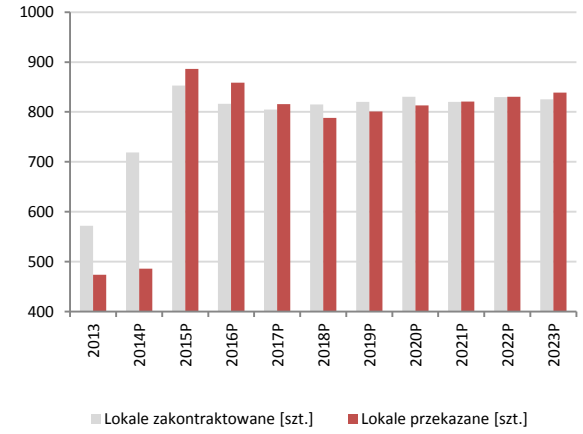
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marże EBIT i netto



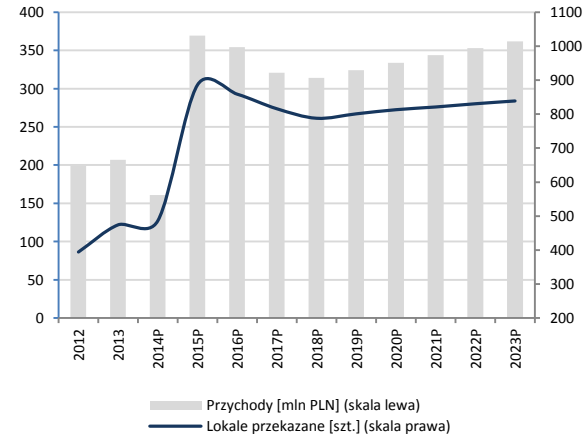
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż i przekazania mieszkań [szt.]



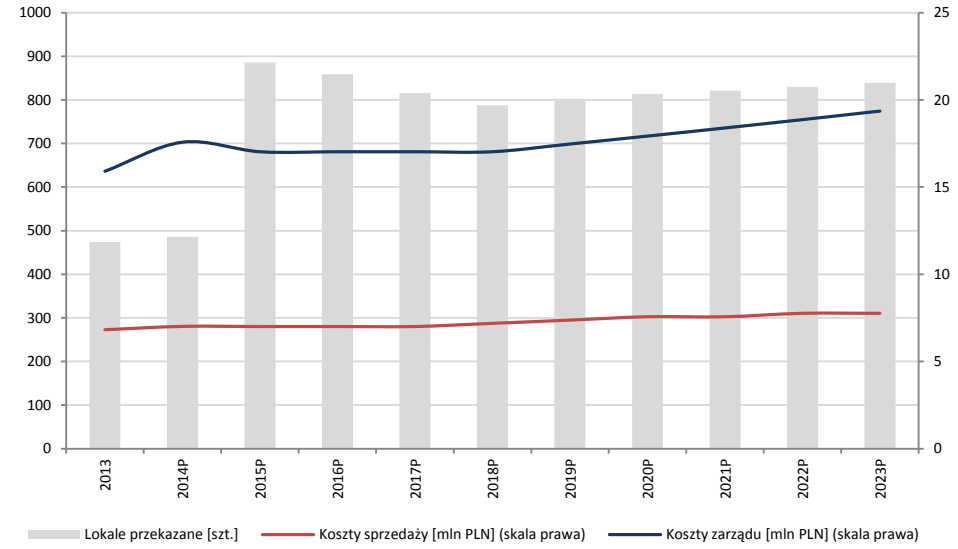
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Zmiany, których dokonaliśmy w modelu względem poprzedniego raportu są dla wyników Ronsona znaczące. Przede wszystkim zaktualizowaliśmy strukturę przekazań oraz rentowność brutto niektórych projektów (szczególnie w przypadku lat 2015-16). W wynikach za ’14 widoczny jest również wpływ słabszych niż się spodziewaliśmy rezultatów z 2-3Q’14. Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w ’14 wyniosą 160,7 mln PLN, a strata EBITDA będzie wynosić 1,3 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien odnotować stratę rzędu 3,0 mln PLN. Wyniki w ’15 są znacznie lepsze od naszych wcześniejszych założeń (wzrost EBITDA o 18,1% oraz zysku netto o 20,7%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z 11.07.2014

	2014 stara	2014 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	191,3	160,7	-16,0%	345,2	369,3	7,0%	313	354,3	13,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	28,7	25,0	-12,9%	78,8	83,5	5,9%	73,6	81,8	11,2%
EBITDA	4,5	-1,3	-	47,7	56,3	18,1%	43,9	54,1	23,3%
EBIT	3,9	-1,9	-	47,1	55,7	18,3%	43,2	53,4	23,7%
Wynik netto	1,5	-3,0	-	31,3	37,8	20,7%	32,4	38,6	19,1%
marża brutto	15,0%	15,6%		22,8%	22,6%		23,5%	23,1%	
marża EBITDA	2,4%	-0,8%		13,8%	15,3%		14,0%	15,3%	
marża EBIT	2,0%	-1,2%		13,6%	15,1%		13,8%	15,1%	
marża netto	0,8%	-1,9%		9,1%	10,2%		10,4%	10,9%	

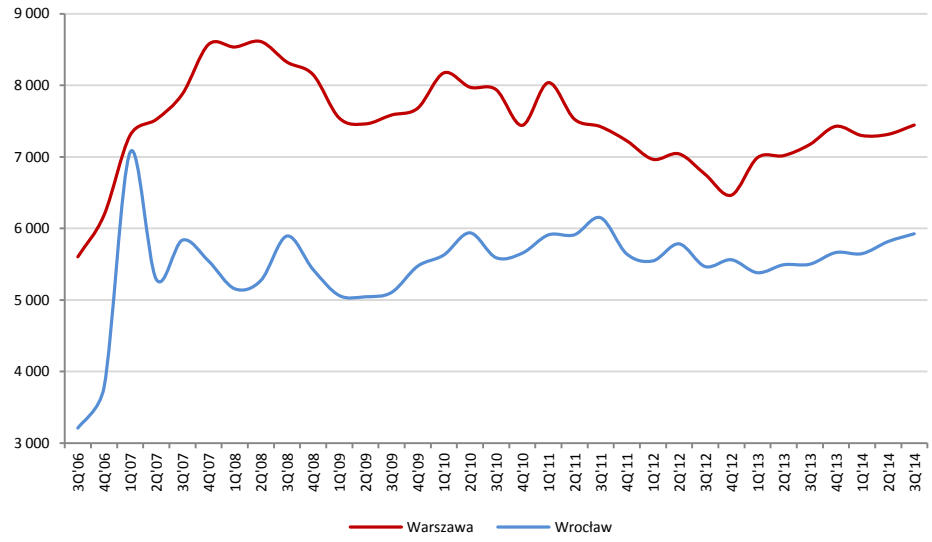
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

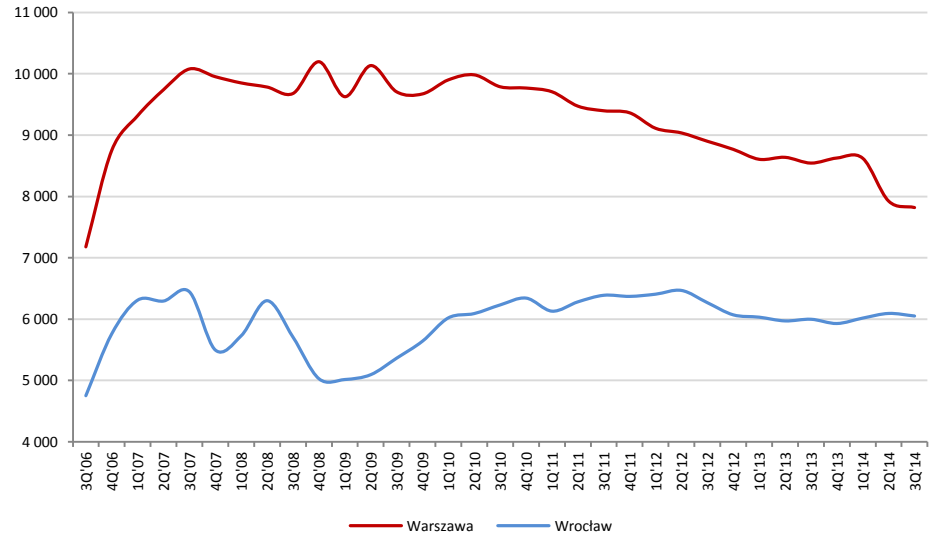
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nieznacznie wzrosły w 2Q'14 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 1,8% q/q (+3,8% r/r), a średnia cena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

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Ronson



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

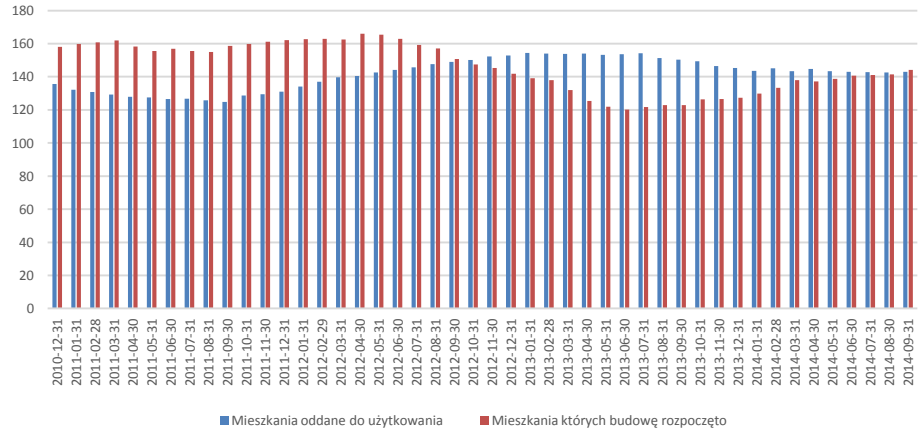
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Ronson



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

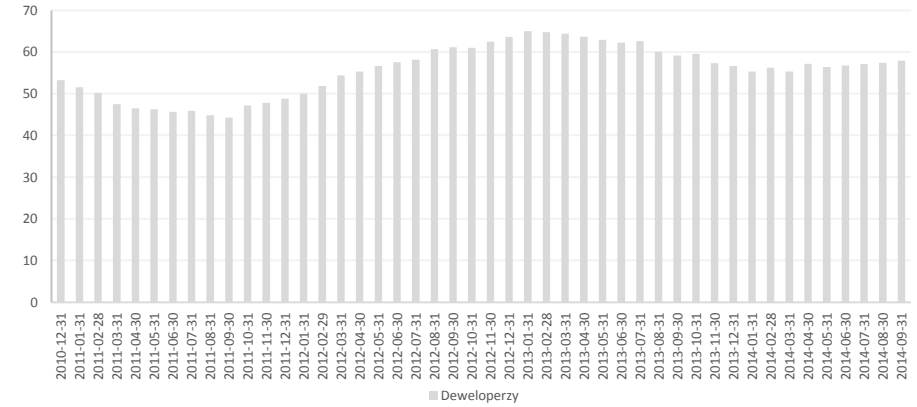
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętym inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 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 przekazań 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.]



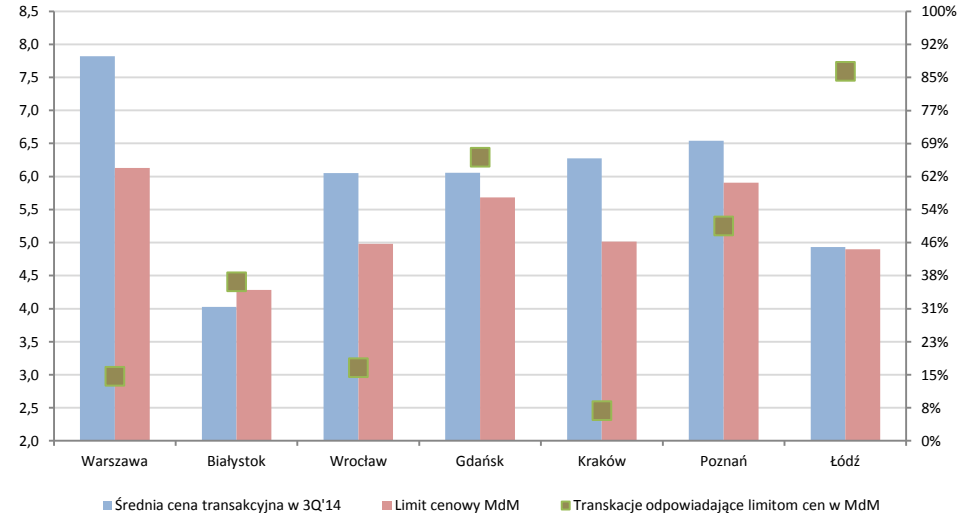
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

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 wzmagały także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 2Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotowych 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 Gdańska (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

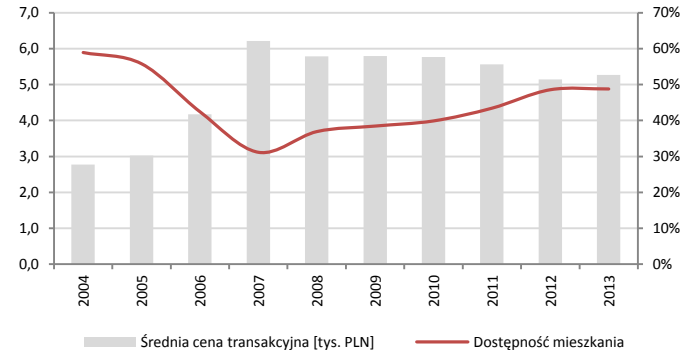


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., AMRON

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

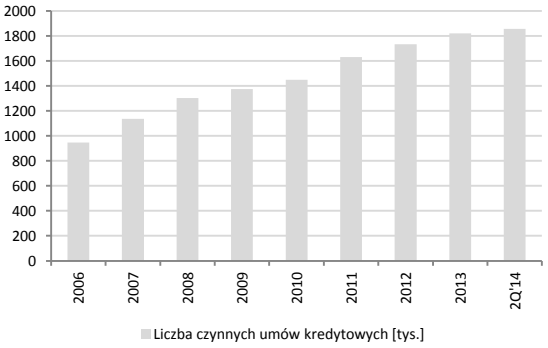


Źródło: AMRON, GUS

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.

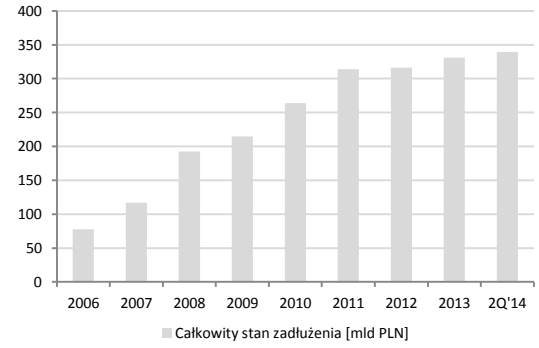
Łączna liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 2Q'14 wyniosła 45,5 tys. Oznacza to, że dynamika wyniosła o 8,5% q/q, a sam wynik jest zbliżony do 3Q'13. Również pod względem wartości podpisywanych umów kredytowych mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 8,2% q/q. W 2Q'14 wartość nowych kredytów hipotecznych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

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



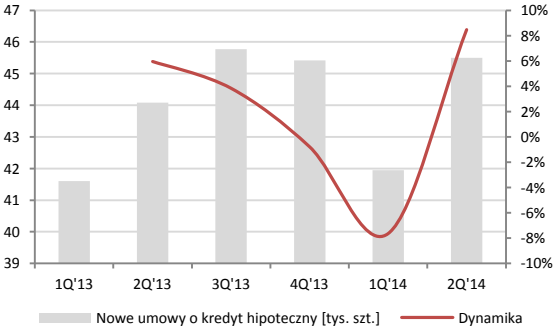
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



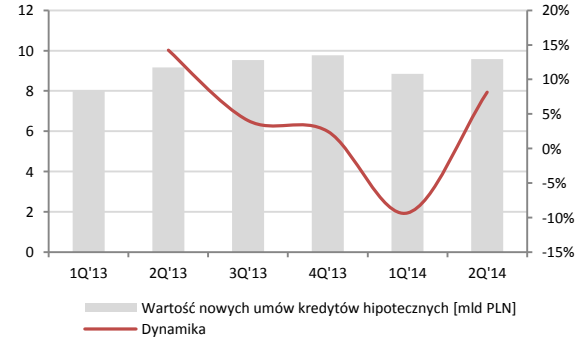
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



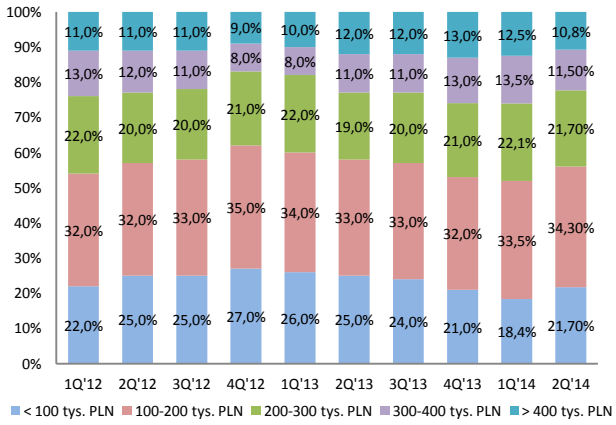
Źródło: ZBP

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.).

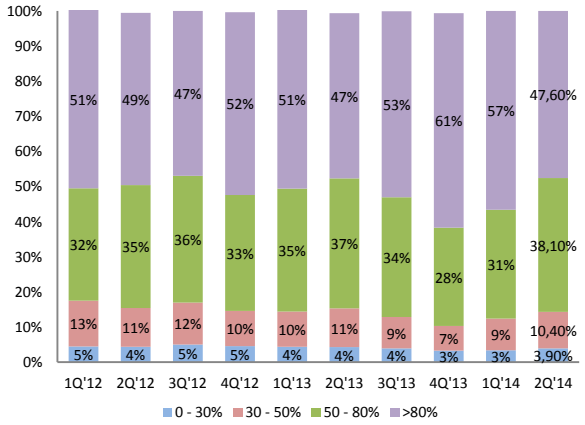
Istotny wpływ na rynek wywarł natomiast zapis o maksymalnej wartości LtV. KNF wprowadził obowiązek posiadania co najmniej 5% wkładu własnego od początku 2014 roku i coroczny wzrost o kolejne 5 p.p. Zmiana zapisów była już widoczna w 1Q'14 i była kontynuowana w 2Q'14. Kredyty o wskaźniku LtV powyżej 80% 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

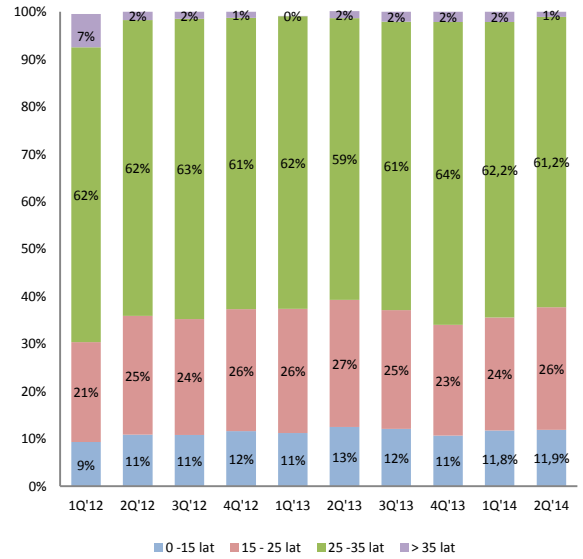


Źródło: AMRON, ZBP

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.

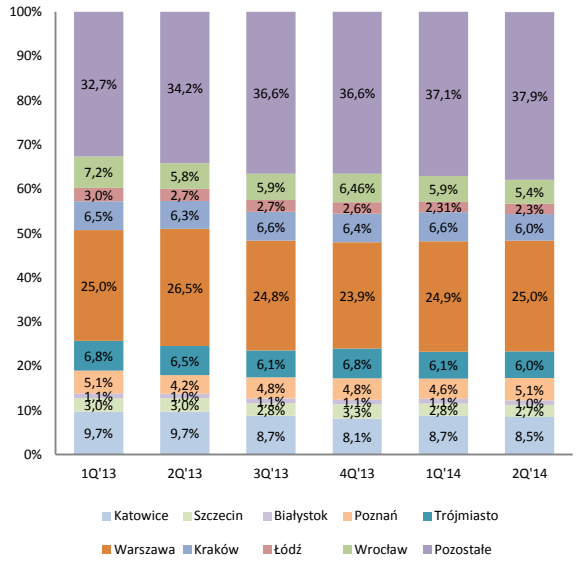
Z badań rynku przeprowadzonych przez ZBP wynika, że w 2Q'14 zwiększyła się liczba kredytów udzielonych w mniejszych miastach Polski (+0,1 p.p. q/q). Niemniej, niemal 63% całości nowych kredytów było zaciągniętych w 9 największych miastach kraju. Tradycyjnie największy odsetek miał miejsce w Warszawie, 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

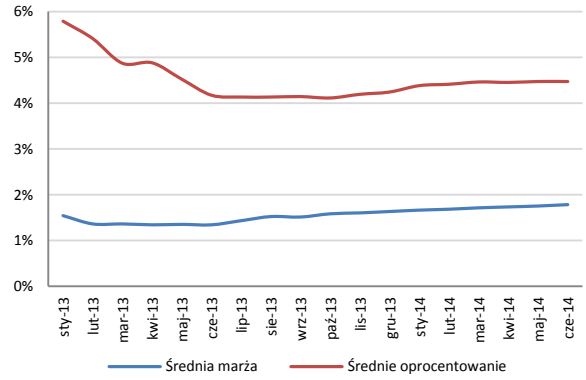
Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

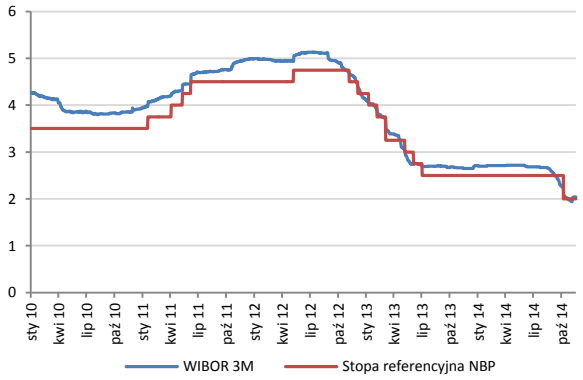
W okresie 2Q'14 banki dalej prowadziły akcję podwyższania marż kredytów hipotecznych. Średnia marża modelowego kredytu wyniosła 1,8%, co oznacza podwyżkę o niemal 0,1 p.p. q/q. Przeciętne oprocentowanie pozostało niemal bez zmian i wynosiło niecałe 4,5%. Po obniżeniu stopy referencyjnej przez RPP, WIBOR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

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	37,5	40,7	47,3	47,3	49,7	50,2	50,5	50,8	51,0	51,2	51,3	51,4
RzAT	8,7	9,3	9,2	10,1	10,7	11,2	11,5	11,8	12,0	12,2	12,3	12,4
Pozostałe aktywa trwałe	28,8	31,5	38,1	37,2	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Aktywa obrotowe	749,0	713,7	745,7	777,3	724,1	625,5	617,7	632,7	649,0	635,6	653,4	672,1
Zapasy	668,1	620,3	601,8	629,8	545,7	519,1	524,8	527,5	521,4	517,7	518,5	522,2
Należności z tyt. dostaw i usług	30,7	38,0	20,2	39,1	59,0	51,3	45,4	48,3	50,1	60,2	61,9	61,5
Środki pieniężne	44,9	52,2	109,5	94,2	105,2	40,9	33,2	42,6	63,2	43,4	58,7	74,2
Pozostałe aktywa obrotowe	5,4	3,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Aktywa razem	786,5	754,5	793,0	824,7	773,9	675,7	668,2	683,5	700,0	686,7	704,7	723,5
Kapitał własny	459,8	467,1	463,6	501,3	502,2	491,9	503,5	517,4	532,1	547,6	563,3	579,9
Zobowiązania długoterminowe	152,9	163,8	207,5	191,9	141,8	56,0	41,0	41,0	41,0	11,0	11,0	11,0
oprocentowane	126,6	141,3	194,5	180,2	130,8	45,0	30,0	30,0	30,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe zobowiązania długoterminowe	26,3	22,5	13,1	11,7	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Zobowiązania krótkoterminowe	173,8	123,6	121,9	131,4	129,9	127,8	123,8	125,1	126,9	128,1	130,4	132,6
z tyt. dostaw i usług	38,1	32,7	31,4	59,0	60,3	59,1	54,2	55,2	56,2	58,2	59,7	62,3
oprocentowane	67,0	20,1	0,0	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	83,1	64,9	62,1	61,3	62,0	62,4	63,2	62,4	63,2	62,8
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,3	0,2	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Pasywa razem	786,5	754,5	793,0	824,7	773,9	675,7	668,2	683,5	700,0	686,7	704,7	723,5

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	160,7	369,3	354,3	320,7	314,1	324,0	333,9	343,7	352,9	361,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,4	42,6	25,0	83,5	81,8	69,6	66,7	68,5	70,2	71,8	73,4	74,9
SG&A	22,2	22,7	24,6	24,0	24,0	24,0	24,2	24,8	25,5	26,0	26,6	27,1
Zysk (strata) na sprzedaży	28,2	19,8	0,4	59,4	57,8	45,5	42,5	43,6	44,7	45,9	46,8	47,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,0	-1,9	-2,3	-3,7	-4,3	-3,6	-3,7	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
EBITDA	27,0	18,6	-1,3	56,3	54,1	42,7	39,5	40,7	41,6	42,7	43,5	44,4
EBIT	26,3	18,0	-1,9	55,7	53,4	42,0	38,8	39,9	40,9	41,9	42,7	43,6
Saldo działalności finansowej	2,0	-1,5	-1,9	-8,1	-7,6	-7,0	-7,0	-6,8	-6,2	-5,4	-5,1	-4,3
Zysk (strata) brutto	28,3	16,5	-4,7	46,6	47,6	35,0	31,8	33,1	34,7	36,5	37,6	39,3
Zysk (strata) netto	31,3	18,4	-3,0	37,8	38,6	28,3	25,7	26,8	28,1	29,6	30,5	31,8

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	41,1	10,0	107,8	68,3	29,5	30,1	41,1	30,6	36,1	35,8
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-6,7	1,8	-11,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-6,3	-48,3	27,8	-23,8	-95,5	-131,4	-36,2	-19,7	-19,6	-49,4	-19,9	-19,5
Przepływy pieniężne netto	-48,6	7,3	57,4	-15,3	11,0	-64,3	-7,7	9,4	20,6	-19,7	15,3	15,4
Środki pieniężne na początek okresu	94,6	44,9	52,2	109,5	94,2	105,2	40,9	33,2	42,6	63,2	43,4	58,7
Środki pieniężne na koniec okresu	44,9	52,2	109,5	94,2	105,2	40,9	33,2	42,6	63,2	43,4	58,7	74,2

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%	-22%	130%	-4%	-9%	-2%	3%	3%	3%	3%	2%
EBITDA zmiana r/r	1769%	-28%	-106%	-4580%	-4%	-21%	-7%	3%	2%	3%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	3089%	-29%	-110%	-3072%	-4%	-21%	-8%	3%	2%	3%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	482%	-41%	-116%	-1366%	2%	-27%	-9%	4%	5%	5%	3%	4%
Marża brutto na sprzedaży	25%	21%	16%	23%	23%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Marża EBITDA	14%	9%	-1%	15%	15%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%
Marża EBIT	13%	9%	-1%	15%	15%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Marża netto	16%	9%	-2%	10%	11%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	9%
COGS / Przychody	75%	79%	84%	77%	77%	78%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
SG&A / Przychody	11%	11%	15%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	7%
SG&A / COGS	15%	14%	18%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
ROE	7%	4%	-1%	8%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ROA	4%	2%	0%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Stopa zadłużenia	45%	37%	42%	36%	26%	9%	6%	6%	6%	0%	0%	0%
Dług	207,6	172,5	196,6	180,9	130,8	45,0	30,0	30,0	30,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	162,6	120,3	87,0	86,7	25,6	4,1	-3,2	-12,6	-33,2	-43,4	-58,7	-74,2
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	6,0	6,2	-69,2	1,5	0,5	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,4	-1,7
Dług netto / EBIT	6,2	6,4	-46,4	1,6	0,5	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,4	-1,7
EV	587,5	545,2	511,9	511,6	450,5	429,0	421,6	412,3	391,7	381,4	366,1	350,7
Dług / EV	35%	32%	38%	35%	29%	10%	7%	7%	8%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Przychody	-46%	-12%	-17%	-5%	-17%	-6%	2%	1%	-2%	1%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-91%	-293%	58%	-10%	402%	62%	-108%	32%	-71%	42%	-6%	3%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S	2,1	2,1	2,6	1,2	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
P/E	13,6	23,1	-142,4	11,2	11,0	15,0	16,5	15,9	15,1	14,4	13,9	13,4
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P/CE	5,6	6,0	4,0	3,2	3,0	6,1	7,2	6,1	4,7	5,8	4,8	4,0
EV/EBITDA	21,7	28,2	-407,2	9,1	8,3	10,1	10,7	10,1	9,4	8,9	8,4	7,9
EV/EBIT	22,4	29,1	-273,2	9,2	8,4	10,2	10,9	10,3	9,6	9,1	8,6	8,0
EV/S	3,0	2,6	3,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
BVPS	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1
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	0,4	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
DPS	0,00	0,03	0,00	0,00	0,14	0,14	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
Payout ratio	0,0%	26,1%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 1,56 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 stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian 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
Trzymaj	1,62	redukuj	1,32	05.12.2014	1,56	53 503
Redukuj	1,32	---	---	11.07.2014	1,48	51 085

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	2	20%
Akumuluj	3	30%
Trzymaj	3	30%
Redukuj	2	20%
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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne 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.

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 uwzględniać, 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna 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 05.12.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.12.2014 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 niemniejszym 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 05.12.2014 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 subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.