



Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

RAPORT ANALITYCZNY

Od początku roku kurs Dom Development uległ odbudowie, co w naszej opinii wynikało ze sprzyjającego otoczenia makro i dobrych wyników 4Q'14. Pomimo ostatniej korekty nie dostrzegamy jednak potencjału wzrostowego dla kursu akcji dewelopera. Z jednej strony spółka powinna istotnie poprawić wolumen przekazań i kontraktacji w latach 2015-16. Spodziewamy się, że Dom Development sprzeda notarialnie odpowiednio niecałe 2,0 tys. i 2,2 tys. lokali w kolejnych latach, wypracowując tym samym ok. 71,8 mln PLN i 99,1 mln PLN zysku netto. Pozytywnie zapatrujemy się na prowadzoną politykę dywidendową. W lipcu zostanie wypłacona całość zeszłorocznego zysku (DPS = 2,25 PLN) i utrzymania tej tendencji spodziewamy się również w przyszłym roku. In plus należy także odbierać bezpieczną i stabilną pozycję gotówkową dewelopera (na koniec roku prognozujemy ok. 200-220 mln PLN gotówki). Z drugiej strony negatywnie odbieramy harmonogram przekazań w '15. W 1Q'15 Dom Development zaraportował najłagodniejsze od 4 lat wyniki finansowe. Oczekujemy, że w okresie 2-3Q'15 spółka również nie pokaże poprawy w ujęciu r/r. Gros przekazywanych lokali przypada na 4Q'15 (ok. 7 projektów, w modelu przyjmujemy sprzedaż notarialną 1,0 tys. mieszkań), co w naszej opinii stwarza ryzyko przesunięcia części wyników na '16. Pod dużą presją będzie także cash flow operacyjny dewelopera. Szacujemy, że wydatki na rozbudowę banku ziemi będą bliskie 110,0 mln PLN (zastrzegamy jednak, że zarząd grupy wskazywał, że mogą one być znacznie wyższe). Sporym problemem dla podmiotów działających głównie na rynku warszawskim są ceny gruntów, które w niektórych lokalizacjach przekraczają już poziom 1,5 tys. PLN/PUM. Dodatkowo spółka jest notowana z premią dla wskaźnika P/E na najbliższe lata zarówno względem Robygu (również dla P/BV), jak i deweloperów zagranicznych. Tym samym decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do poziomu 46,99 PLN/akcję (przed odcięciem dywidendy) i zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2015-16 przy P/BV na pułapie 1,43x-1,39x oraz P/E rzędu 17,4x-12,6x.

Podobnie jak w 1Q'15 słabych wyników oczekujemy w 2Q'15. Deweloper powinien przekazać ok. 210 lokali, co pozwoli na wypracowanie 131,7 mln PLN przychodów (-19% r/r). Dzięki wyższej marżowości oddawanych do użytku mieszkań (spodziewany wzrost do 20,1%; w 2Q'14 część projektów była obciążona wyższymi kosztami generalnego wykonawstwa), wynik brutto ze sprzedaży może wynieść 26,5 mln PLN, natomiast EBITDA powinna być bliska 5,8 mln PLN. Na poziomie zysku netto oczekujemy 3,6 mln PLN, co oznacza, że 1H'15 zamknie się 1,8 mln PLN straty. Harmonogram tegorocznych przekazań przewiduje, że zdecydowana większość projektów (ok. 6-7) zacznie być przekazywana klientom w 4Q'15. Powoduje to, że również wyniki 3Q'15 mogą okazać się słabsze r/r. W naszym modelu przewidujemy, że deweloperowi uda się oddać do użytku ok. 560-570 mieszkań, generując 231,9 mln PLN przychodów i 12,3 mln PLN zysku netto (-20% r/r). Skokowa poprawa powinna mieć miejsce w 4Q'15. Zakładamy, że Dom Development sprzeda notarialnie ponad 1,0 tys. lokali, dzięki czemu wypracowane będzie ok. 85% całorocznego wyniku netto.

W 2016 roku Dom Development powinien być bliski przekroczenia bariery 2,2 tys. przekazanych mieszkań, co może pozwolić na zbliżenie się do 100 mln PLN zysku netto. Docelowo w naszym modelu zakładamy, że spółka zwiększy poziom sprzedaży notarialnej do ok. 2,3- 2,4 tys., przy zachowaniu rentowności na poziomie ok. 22-23%. Przyjmujemy również, że deweloper będzie w stanie kontraktować ok. 2,4-2,5 tys. lokali rocznie. Spodziewamy się także, że Dom Development będzie wypłaci 100% wypracowanego zysku netto w roku 2016, a następnie ograniczy poziomu wypłaty do 80%.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	851,4	676,4	784,3	929,9	1008,4	1009,2
EBITDA [mln PLN]	116,5	76,5	72,3	97,3	129,4	134,1
EBIT [mln PLN]	113,5	73,3	69,0	93,0	123,8	127,7
Wynik netto [mln PLN]	91,2	54,5	55,9	71,8	99,1	102,2
P/BV	1,40	1,46	1,46	1,43	1,39	1,35
P/E	13,7	22,9	22,4	17,4	12,6	12,2
EV/EBITDA	12,9	17,9	18,3	14,4	11,1	10,3
EV/EBIT	13,3	18,7	19,2	15,1	11,6	10,8
DPS	1,49	3,68	2,20	2,25	2,90	3,20

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 46,99 PLN

(w tym 2,25 PLN dywidendy)

16 CZERWCA 2015

Wycena końcowa [PLN]	46,99
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,9%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	50,48
Kapitalizacja [mln PLN]	1250,4
Ilość akcji [mln. szt.]	24,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	54,99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	40,64

Stopa zwrotu za 3 mc	8,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	15,4%

Akcyonariat (% głosów):

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

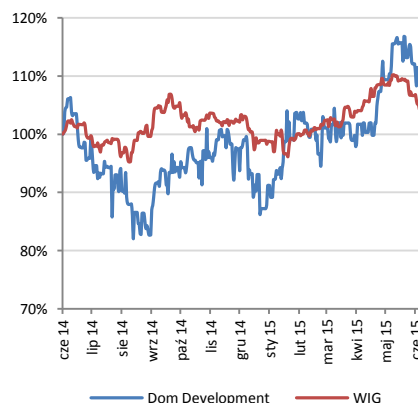
Adrian Górniak

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'2015	10
WYNIKI DEWELOPERÓW GIEŁDOWYCH W 1Q'15.....	12
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY	15
OTOCZENIE RYNKOWE.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

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 46,37 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 48,42 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1163,9 mln PLN, czyli **46,99 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	1148,6	46,37
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	1199,3	48,42
C= (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa [PLN]	1163,9	46,99

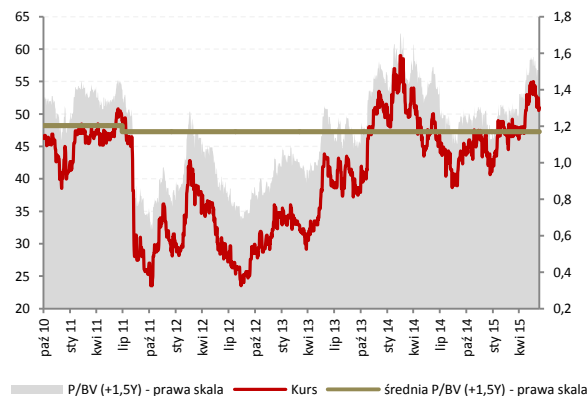
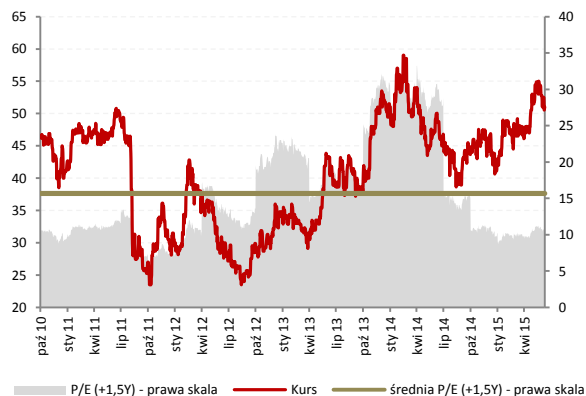
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W bieżącym roku inwestorzy doświadczą wynikowej „huśtawki”. Bardzo słabe wyniki 1Q’15, wynikające z braku zakończenia nowych projektów wyraźnie rozczarowały i były najgorsze od 4 lat. Przeciętnych rezultatów spodziewamy się również w okresie 2-3Q’15 (wolumeny przekazania, rentowność brutto oddawanych w tym czasie projektów oraz wyniki finansowe będą zbliżone r/r). Na odbudowę wyników trzeba będzie poczekać aż do 4Q’15, kiedy Dom Development może oddać do użytku nieco ponad 1,0 tys. lokali, wypracowując jednocześnie ok. 61,3 mln PLN zysku netto (85% całorocznego).

W perspektywie ’15 liczymy, że spółka znajdzie nabywców na ok. 2,2 tys. mieszkań i sprzeda notarialnie blisko 2,0 tys. lokali. Według naszych szacunków pozwoli to na wzrost przychodów do 929,9 mln PLN (+18,6% r/r), poprawę EBITDA do 97,3 mln PLN (+34,6% r/r) i zwiększenie zysku netto do 71,8 mln PLN. Pod dużą presją będzie jednak cash flow operacyjny i w rezultacie szacujemy wzrost zadłużenia netto na koniec ’15 o ok. 80 mln PLN. Wysoka kontraktacja z bieżącego roku powinna mieć także duży wpływ na wyniki finansowe w ’16. Zakładamy, że deweloper przekroczy poziom 1,0 mld PLN przychodów i wypracuje 123,8 mln PLN EBIT, oddając do użytku blisko 2,2 tys. mieszkań.

Podsumowując, na korzyść spółki przemawiają wzrost kontraktacji oraz wolumenu przekazania w latach 2015-16 oraz strumień dywidend, którymi Dom Development dzieli się swoim akcjonariuszom. In plus oceniamy także stabilną strukturę bilansu (pomimo, że szacujemy wzrost relacji dług netto/kapitał własny do 17% na koniec ’15). Z drugiej strony inwestorzy powinni się liczyć z przeciętnymi wynikami w 2-3Q’15 (pomimo dość niskiej, szesnastomiesięcznej bazy nie oczekujemy w tym okresie znacznej poprawy). W naszej ocenie notarialna sprzedaż ponad 1,0 tys. mieszkań w 4Q’15 również jest obciążona dużym ryzykiem i w przypadku opóźnień w realizacji, którejs z inwestycji (rozpoczęcie przekazania 4 projektów jest przewidziane w grudniu) może istotnie zmienić wyniki finansowe spółki. Warto też podkreślić, że w bieżącym roku należy spodziewać się słabego cash flow operacyjnego, co w dużej mierze będzie efektem rozbudowy banku ziemi. Dodatkowo Dom Development jest cały czas droższym wskaźnikowo podmiotem od spółek krajowych (dla P/E i P/BV), jak i zagranicznych (dla P/E) w perspektywie kolejnych lat. Dlatego też decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do 46,99 PLN i zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2015-16 przy P/BV na pułapie 1,43x-1,39x oraz P/E w 2015-16 rzędu 17,4x-12,6x.

Historyczne wskaźniki wyprzedzające P/BV (+1,5Y) oraz P/E (+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 na poziomie 4%. 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 blisko 1980 mieszkań w 2015 r., a w 2016 ok. 2170 lokali. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie się zwiększał do poziomu ok. 2400 mieszkań w 2024 roku.
- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2015-16 odpowiednio 2184 i 2242 lokali, a w długim terminie poziom ten zwiększy się do ok. 2500 lokali.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2015-16) 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 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 24,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 16.06.2015

Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 1148,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 46,37 PLN.

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	929,9	1008,4	1009,2	957,8	997,9	1038,2	1078,8	1111,6	1142,9	1172,0
EBIT [mln PLN]	93,0	123,8	127,7	123,9	129,0	134,0	139,0	142,4	145,5	148,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,8	23,5	24,3	23,5	24,5	25,5	26,4	27,1	27,6	28,1
NOPLAT [mln PLN]	75,2	100,3	103,5	100,4	104,5	108,6	112,6	115,3	117,8	119,9
Amortyzacja [mln PLN]	4,3	5,6	6,4	7,1	7,7	7,8	8,1	8,3	8,3	8,4
CAPEX [mln PLN]	-7,8	-8,0	-8,4	-8,1	-8,1	-8,4	-8,4	-8,5	-8,4	-8,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-75,4	-32,5	43,2	3,1	-51,2	-24,9	-20,2	-19,9	-18,8	-17,9
FCF [mln PLN]	-3,7	65,5	144,7	102,5	52,9	83,1	92,0	95,2	98,9	101,9
DFCF [mln PLN]	-3,6	58,2	119,1	78,1	37,3	54,1	55,5	53,0	50,9	48,4
Suma DFCF [mln PLN]	550,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1417,3			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	673,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1224,3									
Dług netto [mln PLN]	75,7									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1148,6									
Ilość akcji [tys.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	46,37									

Przychody zmiana r/r	18,6%	9,3%	1,1%	-6,8%	4,2%	4,0%	3,9%	3,0%	2,8%	2,5%
EBIT zmiana r/r	34,8%	37,7%	6,4%	-9,0%	4,1%	3,9%	3,7%	2,4%	2,1%	1,8%
FCF zmiana r/r	-125,4%	-329,1%	137,8%	-44,6%	-45,6%	64,3%	10,7%	3,5%	3,9%	3,1%
Marża EBITDA	10,5%	13,1%	13,9%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,5%	13,3%
Marża EBIT	10,0%	12,6%	13,3%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%
Marża NOPLAT	8,1%	10,2%	10,7%	10,5%	10,5%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	184,0%	142,7%	132,9%	113,9%	104,1%	107,4%	104,5%	102,7%	101,3%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	11,0%	3,0%	-5,8%	0,7%	5,4%	2,4%	1,9%	1,8%	1,6%	1,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	70,3%	35,6%	-526,3%	-9,2%	133,8%	61,7%	49,7%	60,7%	60,1%	61,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
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	75,47%	77,84%	77,04%	79,24%	81,63%	80,95%	79,61%	83,10%	83,46%	83,82%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,45%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Udział kapitału obcego	24,53%	22,16%	22,96%	20,76%	18,37%	19,05%	20,39%	16,90%	16,54%	16,18%
WACC	7,88%	7,99%	7,96%	8,06%	8,17%	8,13%	8,07%	8,23%	8,25%	8,26%

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	41,57	44,16	47,39	51,54	63,18	64,81	76,42	95,74	134,32
	0,8	39,57	41,87	44,71	48,31	53,04	59,51	68,90	83,77	110,90
	0,9	37,73	39,77	42,28	45,43	49,50	54,96	62,67	74,40	94,37
	1,0	36,02	37,86	40,08	42,85	46,37	51,02	57,44	66,87	82,08
	1,1	34,45	36,09	38,07	40,51	43,59	47,58	52,98	60,69	72,58
	1,2	32,98	34,46	36,24	38,40	41,09	44,55	49,13	55,51	65,01
	1,3	31,62	32,96	34,55	36,47	38,84	41,85	45,77	51,12	58,84

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%	43,76	46,68	50,37	55,18	61,71	71,09	85,69	111,59	170,09
	4,00%	39,57	41,87	44,71	48,31	53,04	59,51	68,90	83,77	110,90
	5,00%	36,02	37,86	40,08	42,85	46,37	51,02	57,44	66,87	82,08
	6,00%	32,98	34,46	36,24	38,40	41,09	44,55	49,13	55,51	65,01
	7,00%	30,35	31,56	32,99	34,71	36,81	39,44	42,82	47,35	53,71
	8,00%	28,05	29,05	30,21	31,59	33,26	35,30	37,87	41,20	45,68
	9,00%	26,02	26,85	27,81	28,94	30,27	31,89	33,88	36,39	39,67

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%	68,17	65,40	63,14	61,09	59,22	57,50	55,92	54,45	53,10
	4,00%	59,84	56,99	54,78	52,80	51,02	49,40	47,93	46,59	45,36
	5,00%	53,15	50,32	48,22	46,37	44,72	43,24	41,91	40,70	39,60
	6,00%	47,65	44,89	42,94	41,23	39,73	38,38	37,18	36,10	35,12
	7,00%	43,05	40,38	38,59	37,02	35,65	34,44	33,36	32,40	31,53
	8,00%	39,14	36,58	34,93	33,51	32,26	31,17	30,20	29,34	28,56
	9,00%	35,79	33,33	31,82	30,52	29,39	28,41	27,54	26,77	26,07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 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 (po 33%). Ostateczna wycena Dom Development metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **48,42 PLN**.

Wycena porównawcza dla Dom Development

	Cena [PLN]	P/E			P/BV		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Robyg	2,29	11,6	8,8	8,8	1,3	1,2	1,1
PIK GROUP	774,38	14,5	12,0	9,9	3,7	2,9	2,3
Kaufman & Broad	117,21	15,3	12,3	10,6	1,1	1,0	0,9
Persimmon	78,18	12,7	11,2	10,1	2,5	2,2	2,1
Taylor Wimpey	7,56	12,3	10,7	9,6	2,1	1,9	1,8
Bovis Homes	58,12	10,9	8,8	7,7	1,5	1,4	1,2
Barratt Developments	31,02	13,3	11,1	10,2	1,7	1,6	1,4
Mediana		12,7	11,1	9,9	1,7	1,6	1,4
Dom Development	50,48	17,42	12,62	12,23	1,43	1,39	1,35
Premia/dyskonto do spółki		37,0%	13,2%	23,0%	-14,0%	-10,8%	-4,3%
Wycena wg wskaźnika		36,84	44,61	41,05	58,68	56,60	52,74
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników			40,83			56,01	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			48,42				

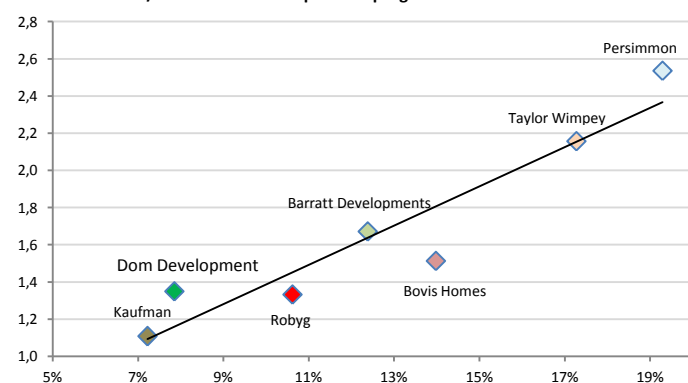
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dom Development na tle krajowych deweloperów

	P/E		P/BV	
	2015	2016	2015	2016
Robyg	11,6	8,8	1,3	1,2
Ronson	17,0	9,1	0,8	0,8
Marvipol	12,5	8,7	1,0	0,9
Polnord	21,2	33,0	0,3	0,3
Vantage	24,4	11,0	0,5	0,5
LC Corp	12,8	9,3	0,7	0,6
Mediana	14,9	9,2	0,7	0,7
Dom Development	17,4	12,6	1,4	1,4
Premia/dyskonto	16,9%	37,0%	93,7%	97,1%

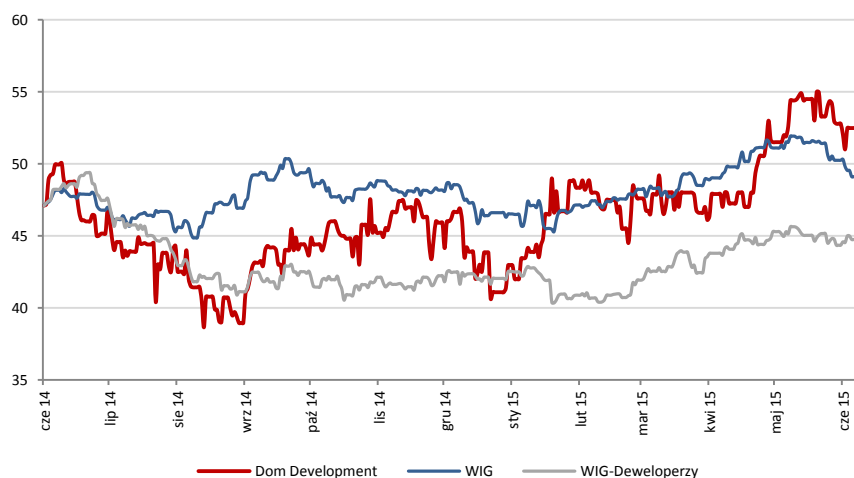
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2015



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

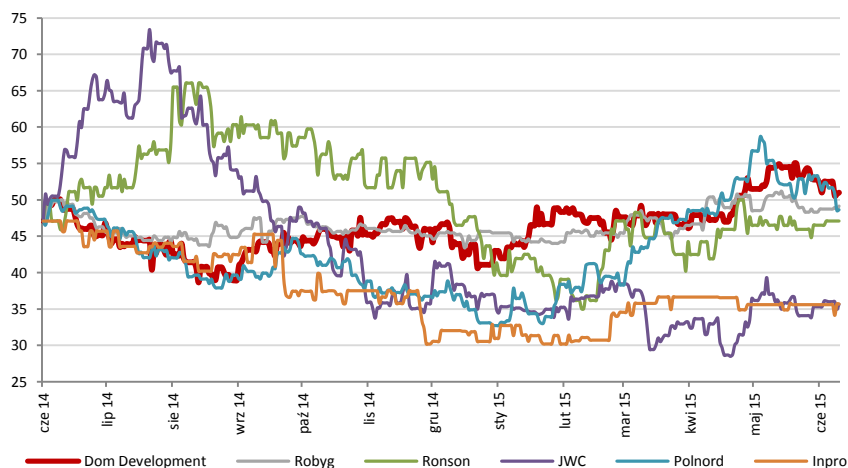
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Od połowy maja kurs Dom Development niższe podobnie jak indeks szerokiego rynku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



W perspektywie roku kurs Dom Development nie uległ większym zmianom, podobnie jak notowania Robygu, Ronsona i Polnordu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnień w procesie budowy**
Spółka zleca budowę generalnym wykonawcom, którzy odpowiadają za realizację inwestycji oraz uzyskanie stosownych pozwoleń. Wszelkie opóźnienia rzutują na rozpoczęcie przekazania, a tym samym wypracowane wyniki.
- **Wejście w życie rekomendacji S**
Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nakładała obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciągany kredyt mieszkaniowy od 1 stycznia 2014 r. W '15 wkład własny został podniesiony do 10% i w kolejnych latach ma być podwyższany o kolejne 5 p.p. aż do 20%. W długiej perspektywie może to spowodować spadek popytu wywołany zmniejszeniem dostępności kredytów.
- **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 (6,6 tys. PLN/m², wcześniejsze progi były zdecydowanie niższe). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku. W Gdańsku limit cenowy na 2Q'15 został utrzymany na poziomie 5,3 tys. PLN.
- **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.
- **Rynek gruntów**
W ciągu kilku miesięcy ceny działek na terenie znacznie podrożały. Wielu deweloperów wskazuje, że lokalizacje które jeszcze pod koniec zeszłego roku kosztowały ok. 1,0 tys. PLN/PUM obecnie są sprzedawane nawet powyżej 1,5 tys. PLN/PUM. W naszej ocenie obecna sytuacja na rynku gruntów powoduje, że część deweloperów będzie się wstrzymywała z rozbudową banku ziemi, co może niekorzystnie oddziaływać na wyniki za 2-3 lata.

WYNIKI ZA 1Q'2015

Wyniki 1Q'15 Dom Development były zdecydowanie słabsze r/r. Przekazując jedynie 190 lokali deweloper wypracował 72,5 mln PLN przychodów (średnia wartość mieszkania bliska 382 tys. PLN), co oznacza spadek o 63,5% r/r. Pomimo wyższej rentowności sprzedanych notarialnie lokali (25,2%; duży udział w strukturze mieszkań z projektów Derby i Żoliborz Artystyczny, łącznie 106 lokali), wynik brutto ze sprzedaży spadł do 18,3 mln PLN (-43,8% r/r). Wyższe koszty SG&A sprawiły, że na poziomie EBITDA spółka poniosła 4,7 mln PLN straty, a wynik netto wyniósł -5,4 mln PLN, co jest najgorszym wynikiem od 1Q'11.

Neutralnie odbieramy natomiast wzrost poziomu kontraktacji do 467 mieszkań w 1Q'15 (+60 szt r/r). Po pierwsze baza z zeszłego roku była dosyć niska (407 lokali), a po drugie należy brać pod uwagę wielkość bieżącej oferty. Deweloper znalazł 91 nabywców na lokale w projekcie Żoliborz Artystyczny, 79 na mieszkania w inwestycji Wilno oraz 67 w Saskiej. W 1Q'15 Dom Development wprowadził do sprzedaży 3 projekty – kolejny etap inwestycji Saska (236 lokali) oraz dwie nowe lokalizacje Dom pod Zegarem (d. Bukowińska, 235 mieszkań) i Wille Lazurówka (projekt na Bemowie, 166).

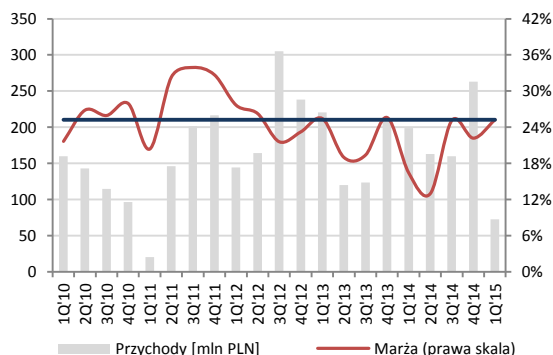
Dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 1Q'15 deweloper posiadał 282,8 mln PLN środków pieniężnych (bez środków na rachunkach powierniczych). Dług netto wynosi 111,2 mln PLN, co oznacza, że w relacji do kapitałów własnych stanowi 13,0%.

Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2013	2014	zmiana r/r
Przychody	198,7	72,5	-63,5%	676,4	784,3	16,0%
Wynik brutto	32,6	18,3	-43,8%	157,1	152,0	-3,2%
EBITDA	9,6	-4,7	-	76,5	72,3	-5,5%
EBIT	8,9	-5,7	-	73,3	69,0	-5,9%
Wynik netto	9,2	-5,4	-	54,5	55,9	2,6%
Marża brutto	16,4%	25,2%		23,2%	19,4%	
Marża EBITDA	4,8%	-		11,3%	9,2%	
Marża EBIT	4,5%	-		10,8%	8,8%	
Marża netto	4,7%	-		8,1%	7,1%	

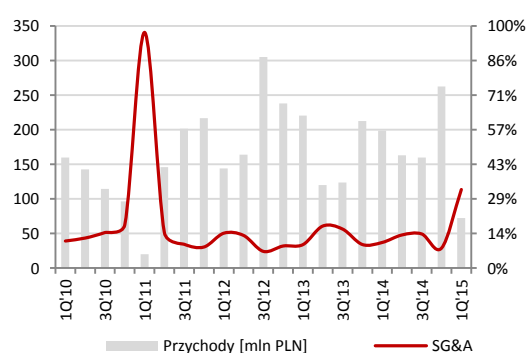
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



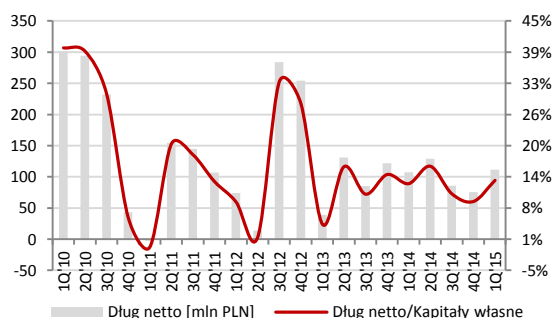
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



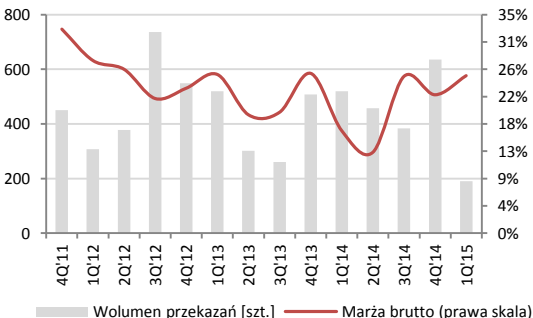
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazanych



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Obecnie Dom Development realizuje ok. 15 projektów, które obejmują ponad 3,5 tys. lokali, z czego blisko 600 mieszkań znajduje się we Wrocławiu. W przygotowaniu znajduje się natomiast 6,3 tys. mieszkań, w tym niemal 6,1 tys. w Warszawie (wpływ zakupu działek po lewej stronie Wisły). W 1Q'15 oferta spółki powiększyła się o 3 projekty (+637 lokali). W sprzedaży dostępnych jest 2,4 tys. mieszkań, z czego 212 jest już gotowych (8,5% oferty).

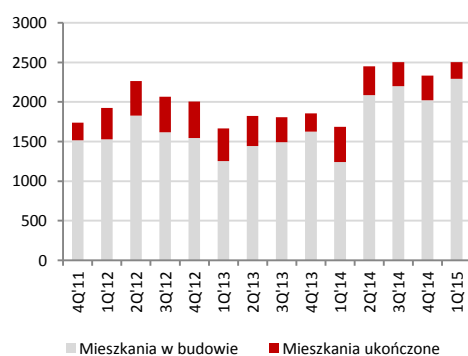
Projekty w realizacji/przygotowaniu

Projekt	Miasto	Lokale w realizacji	Lokale w przygotowaniu
Willa Lindego	Warszawa	129	0
Pelczyńskiego	Warszawa	0	921
Wille Lazurowa	Warszawa	166	0
Żoliborz Artystyczny	Warszawa	453	783
Osiedle Przyjaciół	Warszawa	0	308
Rezydencja Mokotów	Warszawa	142	0
Osiedle Pod Różami	Warszawa	110	0
Studio Mokotów (Garażowa)	Warszawa	0	331
Dom pod Zegarem (Bukowińska)	Warszawa	235	0
Bukowińska nad Skarpą	Warszawa	0	211
Anody	Warszawa	0	198
Regaty	Warszawa	0	217
Palladium (Akacje)	Warszawa	245	840
Klasyków	Warszawa	235	204
Malborska	Warszawa	0	790
Wilno	Warszawa	602	935
Apartamenty Saska nad Jeziorem	Warszawa	648	0
Saska III	Warszawa	0	383
Łącznie		2965	6121

Oaza	Wrocław	234	0
Al. Piastów	Wrocław	177	0
Aura	Wrocław	188	155
Łącznie		599	155

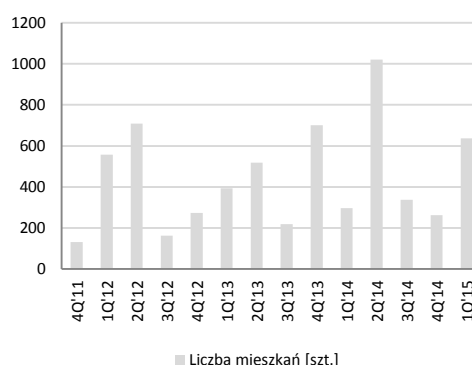
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inwestycje wprowadzone do realizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 1Q'15

W 1Q'15 większość spółek z branży notowanych na GPW wypadła znacznie gorzej niż przed rokiem. Dom Development przekazał jedynie 190 lokali, co spowodowało spadek przychodów o 63,5 % r/r do 72,5 mln PLN. Jeszcze gorzej prezentuje się EBITDA (strata 4,7 mln PLN) i wynik netto (jeden z najsłabszych wyników w historii spółki). Pod kreską znalazł się również Ronson. Wyniki 1Q'15 były zgodne z konsensem rynkowym, bowiem zarząd od dawna wskazywał, że pierwsze miesiące bieżącego roku cały czas będą ciężkie. Oddanie do użytku 121 lokali pozwoliło osiągnąć 40,4 mln PLN, jednak rentowność została obciążona niskomargowymi projektami (marża brutto 11,4%). Na poziomie netto spółka poniosła 2,8 mln PLN straty. Przeciętne wyniki pokazał również Marvipol (co także było zgodne z wcześniejszymi deklaracjami władz). W 1Q'15 deweloper przekazał jedynie 72 mieszkania, wypracowując tym samym 44,3 mln PLN przychodów i 10,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Segment deweloperski miał 1,2 mln PLN EBITDA. Poprawy wyników można oczekiwać w 4Q'15, kiedy notarialne sprzedawane będą mieszkania z pierwszego etapu inwestycji Central Park. Od konkurentów nie odstawał nie odstawało także JWC. Przychody ze sprzedaży spadły do 43,0 mln PLN (-34,2% r/r), a marża brutto była niższa o ok. 8,0 p.p. r/r. Przełożyło się to na spadek EBITDA do 9,6 mln PLN (-39,5% r/r) oraz zysku netto, który był bliski 1,6 mln PLN. Pozytywnie odbieramy wyniki Polnordu. Trójmiejski deweloper przekazał klientom łącznie 264 lokale (w tym 229 z inwestycji spółek kontrolowanych w 100%). Pozwoliło to na poprawę średniej marży brutto o 4,7 p.p. r/r do 24,1%. Skonsolidowana EBITDA była bliska 9,1 mln PLN, a zysk netto wyniósł 1,3 mln PLN (w 1Q'14 podmioty w formie JV wypracowały 5,8 mln PLN wyniku, który jest wykazywany pod EBIT; w 1Q'15 deweloper nie wykazał zysku z inwestycji wycenianych metodą praw własności).

Wyniki wybranych deweloperów w 1Q'15

	Robyg			Dom Development			Ronson		
	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r
Przychody	137,7	75,7	-45,0%	198,7	72,5	-63,5%	65,9	40,4	-38,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	23,9	13,4	-43,8%	32,6	18,3	-43,8%	13,4	4,6	-65,7%
EBITDA	19,0	13,4	-29,4%	9,6	-4,7	-	5,9	-2,0	-
EBIT	18,6	13,0	-30,1%	8,9	-5,7	-	5,6	-2,3	-
Wynik netto	9,8	17,0	74,1%	9,2	-5,4	-	4,9	-2,8	-
marża brutto ze sprzedaży	17,3%	17,7%		16,4%	25,2%		20,3%	11,4%	
marża EBITDA	13,8%	17,7%		4,8%	-		9,0%	-	
marża EBIT	13,5%	17,2%		4,5%	-		8,5%	-	
marża netto	7,1%	22,5%		4,7%	-		7,4%	-	
Sprzedaż	576	534	-7,3%	400	467	16,8%	206	186	-9,7%
Przekazania	411	348	-15,3%	520	190	-63,5%	197	121	-38,6%

	Marvipol			Polnord			JWC		
	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r
Przychody	108,9	44,3	-59,3%	37,0	66,3	79,1%	65,3	43,0	-34,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	31,9	10,5	-67,2%	7,2	16,0	122,4%	15,5	6,8	-56,3%
EBITDA	19,4	1,2	-93,7%	1,8	9,1	415,5%	15,8	9,6	-39,5%
EBIT	18,9	1,0	-94,7%	1,6	8,9	468,4%	13,1	7,1	-46,1%
Wynik netto	-	-	-	1,8	1,3	-25,6%	5,2	1,6	-68,7%
marża brutto ze sprzedaży	29,3%	23,6%		19,4%	24,1%		23,7%	15,7%	
marża EBITDA	17,8%	2,7%		4,7%	13,7%		24,2%	22,3%	
marża EBIT	17,4%	2,3%		4,2%	13,4%		20,1%	16,5%	
marża netto	-	-		4,9%	2,0%		7,9%	3,8%	
Sprzedaż	256	137	-46,5%	307	346	12,7%	-	-	-
Przekazania	238	72	-69,7%	343	264	-23,0%	-	-	-

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

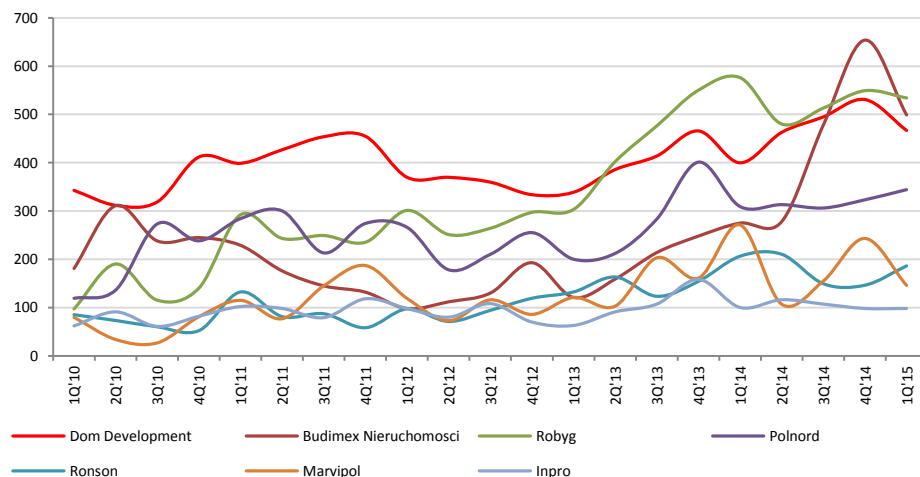
Najwyższą dynamikę zaprezentował Budimex, który znalazł 499 nabywców, co oznacza wzrost o 81,5% r/r (dobre wyniki zawdzięcza głównie projektowi w Krakowie). Dużą poprawę widać także w przypadku LC Corp, który zakontraktował 480 mieszkań (+36% r/r). Na 17% plusie znalazł się również Dom Development, o blisko 11% wzrosła sprzedaż lokali w Polnordzie. Robyg zakontraktował w 1Q'15 534 mieszkań, co implikuje spadek r/r o 7%, jednak w dużej mierze wynika on z dużej bazy. Na zbliżonym poziomie r/r utrzymała się przedsprzedaż Inpro, które znalazło 98 klientów. Spadek o ok. 9,7% r/r odnotował Ronson, kontraktując 186 mieszkań. Najsłabiej na tle głównych giełdowych deweloperów wypadł Marvipol. Spółce udało się znaleźć 146 nabywców na swoje lokale, co oznacza spadek o 46,1% r/r. Obecnie w ofercie znajduje się jeden duży projekt (Central Park) oraz końcowe mieszkania z kilku pozostałych projektów.

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 1Q'15

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	zmiana 1Q'15/1Q'14	2011	2012	2013	2014	zmiana 2014/13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	495	531	467	16,8%	1 735	1 434	1 605	1 889	17,7%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	478	654	499	81,5%	682	533	742	1 685	127,1%
Robyg	303	402	476	550	576	480	513	549	534	-7,3%	1 019	1 113	1 731	2 118	22,4%
Polnord	200	212	283	401	309	313	306	323	344	11,3%	1 071	909	1 096	1 251	14,1%
JWC (gros)	189	205	275	272	248	248	311	272	248	0,0%	1 033	853	941	1 079	14,7%
Ronson	132	163	123	154	206	210	149	146	186	-9,7%	358	381	572	711	24,3%
Marvipol	121	103	203	161	271	107	155	243	146	-46,1%	524	394	588	776	32,0%
Inpro	63	91	107	158	100	116	107	98	98	-2,0%	397	356	419	421	0,5%
LC Corp	89	141	254	284	353	265	257	345	480	36,0%	bd.	610	768	1 220	58,9%
RAZEM	1557	1862	2349	2694	2738	2480	2771	3161	3002	9,6%	6 819	6 583	8 462	11 150	31,8%

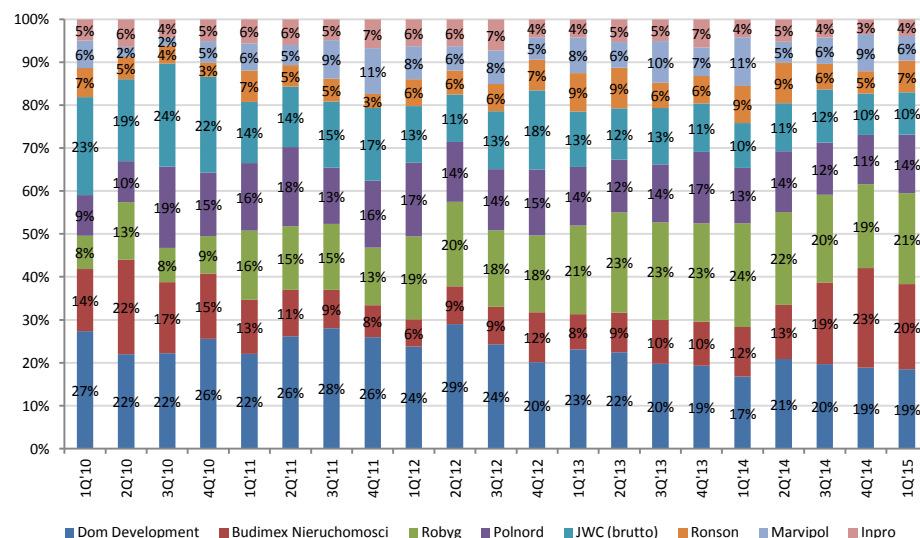
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



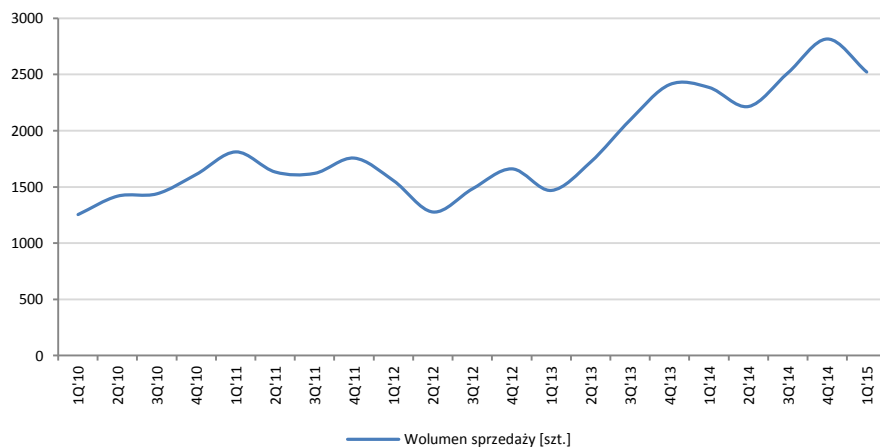
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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 2015 I KOLEJNE OKRESY

Podobnie jak w 1Q'15 słabych wyników należy oczekiwać w 2Q'15. Deweloper powinien przekazać ok. 210 lokali, co pozwoli na wypracowanie 131,7 mln PLN przychodów (-19% r/r). Dzięki wyższej marżowości oddawanych do użytku mieszkań (spodziewany wzrost do 20,1%; w 2Q'14 część projektów była obciążona wyższymi kosztami generalnego wykonawstwa), wynik brutto ze sprzedaży może wynieść 26,5 mln PLN, natomiast EBITDA powinna być bliska 5,8 mln PLN. Na poziomie zysku netto oczekujemy 3,6 mln PLN, co oznacza, że 1H'15 zamknie się 1,8 mln PLN straty.

Harmonogram tegorocznych przekazania przewiduje, że zdecydowana większość projektów (ok. 6-7) zacznie być przekazywana klientom w 4Q'15. Powoduje to, że również wyniki 3Q'15 mogą okazać się słabsze r/r. W naszym modelu przewidujemy, że deweloperowi uda się oddać do użytku ok. 560-570 mieszkań, generując 231,9 mln PLN przychodów i 12,3 mln PLN zysku netto (-20% r/r). Skokowa poprawa powinna mieć miejsce w 4Q'15. Zakładamy, że Dom Development sprzeda notarialnie ponad 1,0 tys. lokali, dzięki czemu wypracowane będzie ok. 85% całorocznego wyniku netto. Zwracamy jednak uwagę, że tak duża koncentracja przekazania (w tym 4 inwestycje oddawane dopiero w grudniu) wiąże się z ryzykiem opóźnień, a tym samym z przesunięciem części wyników na '16.

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się wzrostu przychodów do ok. 929,9 mln PLN w '15, przy jednoczesnej poprawie marży brutto do 20,3%. Zysk operacyjny powinien wzrosnąć do 93,0 mln PLN, natomiast na poziomie wyniku netto szacujemy ok. 71,8 mln PLN zysku. Zakładamy, że w '15 Dom Development zakontraktuje blisko 2,2 tys. i przekaże ok. 2,0 tys. mieszkań. Bieżący rok będzie się również wiązał z bardzo dużymi wydatkami na nowe grunty. W naszym modelu przyjmujemy, że deweloper wyda na nowe działki ok. 110,0 mln PLN (z zapowiedzi zarządu wynika, że kwota może być znacznie wyższa), co bardzo mocno obciążyłoby cash flow operacyjny. W dużej mierze jest to efekt przesunięcia zakupów, które miały mieć miejsce w '14. Obecny bank ziemi pozwala spółce bezpiecznie prowadzić działalność przy obecnej skali przez 2-3 lata. Planowana rozbudowa land banku może spowodować, że na koniec '15 relacja długu netto do kapitałów własnych wzrośnie do ok. 20%. W perspektywie przyszłego roku zakładamy, że deweloper może przekroczyć barierę 1,0 mld PLN przychodów, osiągając jednocześnie 129,4 mln PLN EBITDA oraz ok. 99 mln PLN zysku netto.

W kolejnych latach oczekujemy zwiększania poziomu kontraktacji do pułapu 2,3-2,4 tys. mieszkań i przekazania do ok. 2,4-2,5 tys. lokali, przy zachowaniu rentowności na poziomie ok. 23%. Spodziewamy się także, że Dom Development wypłaci 100% wypracowanego zysku netto w roku 2016, a następnie obniży wskaźnik wypłaty do 80%.

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	2016
Przychody ze sprzedaży	198,7	163,0	159,9	262,8	72,5	131,7	231,9	493,8	676,4	784,3	929,9	1 008,4
Wynik brutto ze sprzedaży	32,6	21,1	40,2	58,2	18,3	26,5	39,7	104,4	157,1	152,0	188,8	226,7
SG&A	20,9	22,2	22,5	21,6	23,5	21,6	23,4	26,3	82,5	87,2	94,8	101,8
EBITDA	9,6	3,6	21,1	38,0	-4,7	5,8	17,2	78,9	76,5	72,3	97,3	129,4
EBIT	8,9	2,8	20,3	37,0	-5,7	4,8	16,1	77,8	73,3	69,0	93,0	123,8
Saldo finansowe	2,8	-0,4	-1,7	-0,3	-0,8	-0,4	-1,0	-2,1	-3,6	0,4	-4,2	-1,5
Wynik brutto	11,7	2,4	18,6	36,8	-6,5	4,4	15,1	75,7	69,7	69,4	88,8	122,4
Wynik netto	9,2	1,6	15,3	29,9	-5,4	3,6	12,3	61,3	54,5	55,9	71,8	99,1
Marża brutto ze sprzedaży	16,4%	12,9%	25,1%	22,2%	25,2%	20,1%	17,1%	21,1%	23,2%	19,4%	20,3%	22,5%
Marża EBITDA	4,8%	2,2%	13,2%	14,5%	-6,4%	4,4%	7,4%	16,0%	11,3%	9,2%	10,5%	12,8%
Marża EBIT	4,5%	1,7%	12,7%	14,1%	-7,9%	3,6%	7,0%	15,8%	10,8%	8,8%	10,0%	12,3%
Marża brutto	5,9%	1,5%	11,6%	14,0%	-9,0%	3,4%	6,5%	15,3%	10,3%	8,9%	9,5%	12,1%
Marża netto	4,7%	1,0%	9,5%	11,4%	-7,5%	2,7%	5,3%	12,4%	8,1%	7,1%	7,7%	9,8%
Liczba lokali sprzedanych	400	463	495	531	467	543	562	612	1605	1889	2184	2242
Liczba lokali przekazanych	520	450	375	617	190	208	566	1 015	1588	1 962	1 979	2 170

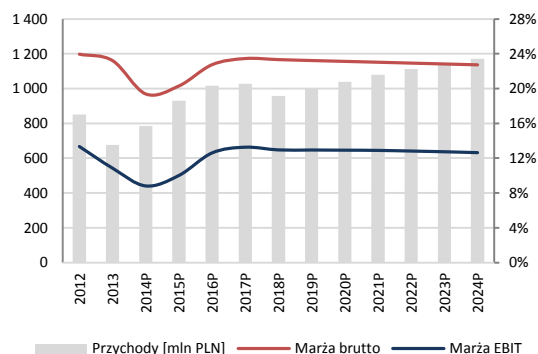
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza przychodów wg poszczególnych projektów w okresie 2Q'15-4Q'16

Projekt	Liczba lokali ogółem w projekcie	Przychody [mln PLN]						
		2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16
Saska, e. 3/3 i e/ 3/4	348	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 1 i 2	375	14,7	9,8	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Derby 14/4	188	14,8	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oaza, e. 3	218	22,9	43,4	10,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Palladium, e2 (d. Akacje)	245	0,0	34,8	31,5	14,9	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Saska nad Jeziorem, e. 1 i 2	392	75,0	75,0	135,0	75,0	32,0	0,0	0,0
Aura, e. 1a	186	0,0	20,2	27,5	16,5	4,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 3	228	0,0	24,4	37,7	20,0	16,9	2,2	0,0
Wilno IIa, ph. 1	156	0,0	20,1	31,8	5,1	0,0	0,0	0,0
Aura, e. 1B	69	0,0	0,0	0,0	16,3	7,2	1,4	0,0
Wrzeciono (Willa Lindego)	129	0,0	0,0	42,5	14,5	5,3	0,0	0,0
Rezydencja Mokotów (d. Naruszewicza)	142	0,0	0,0	42,6	21,3	14,0	8,5	0,0
Klasyków, e.3	224	0,0	0,0	23,6	32,0	19,9	0,0	0,0
Al. Piastów	177	0,0	0,0	33,1	13,6	7,0	0,0	0,0
Saska III	379	0,0	0,0	0,0	0,0	39,7	91,2	46,3
Regaty	144	0,0	0,0	0,0	0,0	9,6	32,7	13,1
Pod różami (d. Włodarzewska)	110	0,0	0,0	26,3	26,3	8,8	2,9	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 4	222	0,0	0,0	28,6	24,2	28,6	13,2	3,1
Wilno 2a, etap 2	149	0,0	0,0	20,0	14,2	9,1	7,3	3,6
Osiedle Przyjaciół	200	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,7
Studio Mokotów	329	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,3
Wille Lazurowa	166	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,6	25,0
Dom pod Zegarem	225	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	46,2

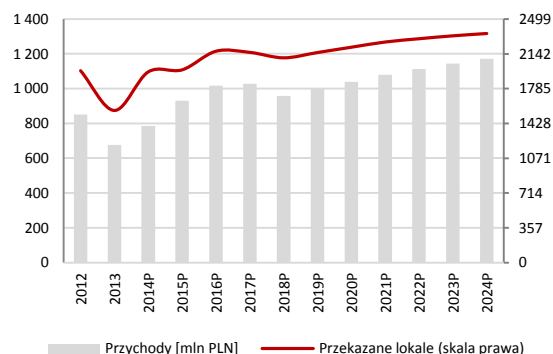
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBIT i netto



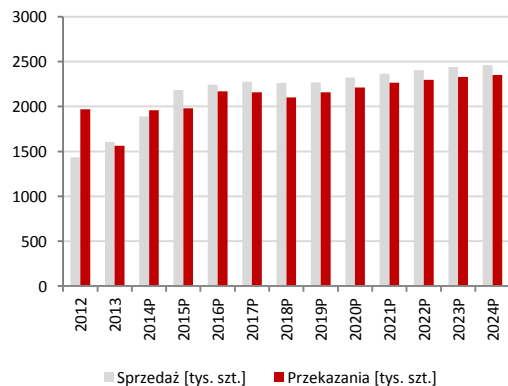
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



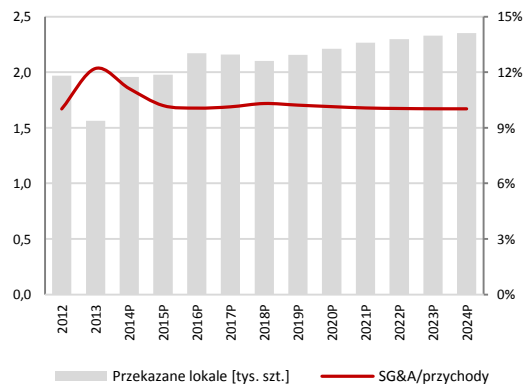
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



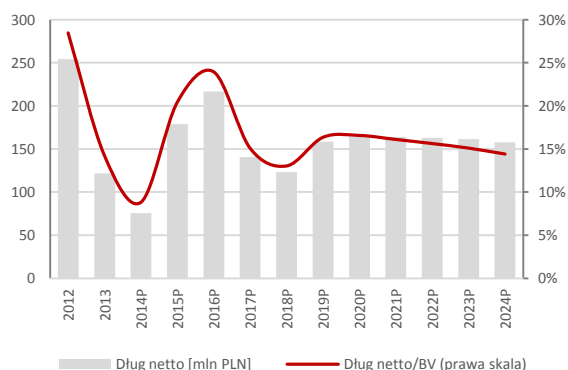
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przekazania vs SG&A



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z listopada '14 zrewidowaliśmy harmonogram projektów oraz ich przekazania, co jest mocniej widoczne w przypadku wyników '16. W '15 oczekujemy 929,9 mln PLN przychodów (+3,8% wobec poprzedniego raportu), ok. 97,3 mln PLN EBITDA (+6,1%) i ok. 71,8 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba przekazanych mieszkań w '16 powinna pozwolić na osiągnięcie 1,0 mld PLN przychodów (+2,4%) oraz ok. 99,1 mln PLN wyniku netto (+3,2%). W modelu dalej przyjmujemy wypłatę dywidendy w wys. 100% zysku netto w latach 2015-16.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z listopada '14

	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	896,3	929,9	3,8%	984,3	1008,4	2,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	189,0	188,8	-0,1%	225,7	226,7	0,4%
EBITDA	91,7	97,3	6,1%	126,3	129,4	2,5%
EBIT	87,9	93,0	5,8%	121,7	123,8	1,7%
Wynik netto	69,6	71,8	3,1%	96,0	99,1	3,2%
marża brutto	21,1%	20,3%		22,9%	22,5%	
marża EBITDA	48,5%	10,5%		12,8%	12,8%	
marża EBIT	95,9%	10,0%		12,4%	12,3%	
marża netto	7,8%	7,7%		9,8%	9,8%	

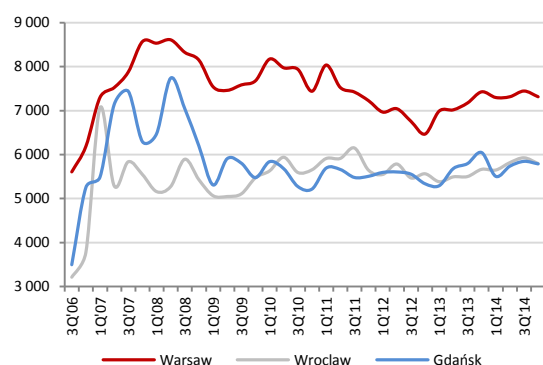
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 4Q'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 ósmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu wzrosła do poziomu 49,3 tys., co oznacza zrównanie z liczbą zakontraktowanych mieszkań w ostatnich czterech kwartałach (podobna liczba wystąpiła w '07). Zaowocowało to wyraźnym skróceniem okresu wyprzedaży bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten utrzymuje się na poziomie 4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 5,1 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 4 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.

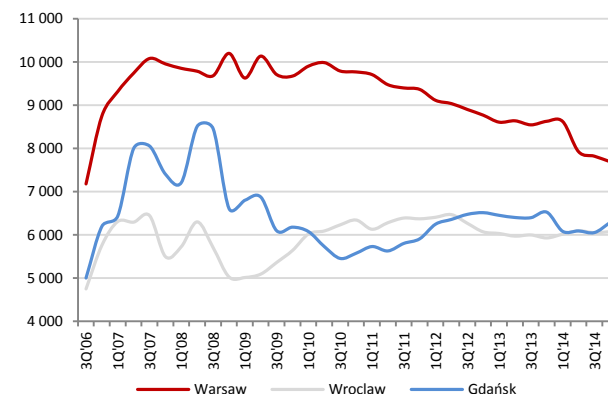
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmian w 4Q'14 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie spadek wyniósł 1,8% q/q (-1,5% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,3 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

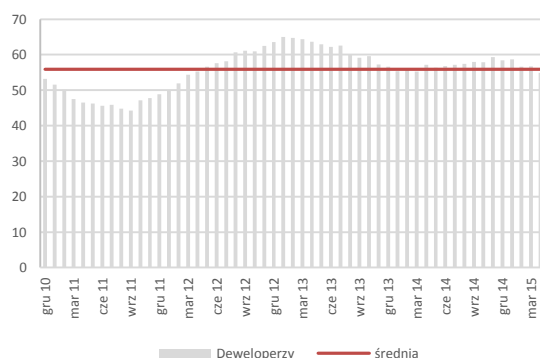
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

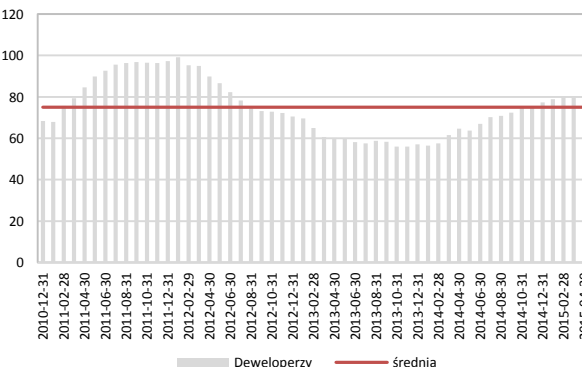
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 50% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 40%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]



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

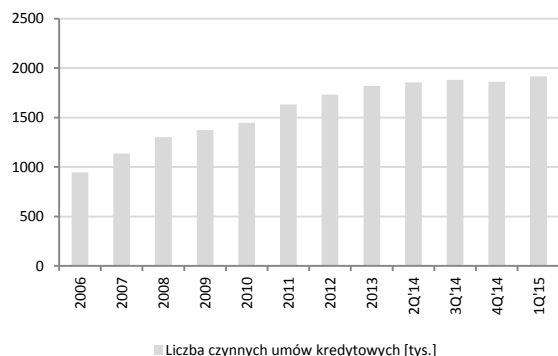
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

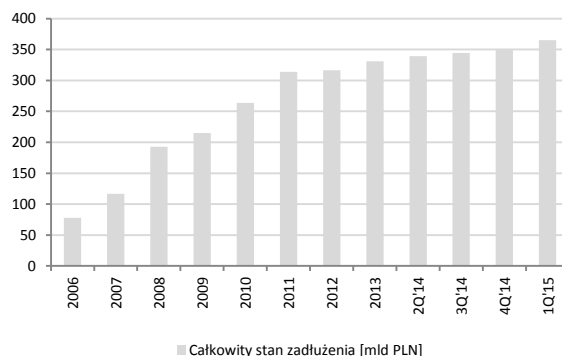
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM i Funduszu Mieszkań na Wynajem oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem części deweloperów koniunktura na 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 1Q'15 odnotowano lekki spadek poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych (przeciętne oprocentowanie wynosi 3,5%, a marża ok. 1,8%). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



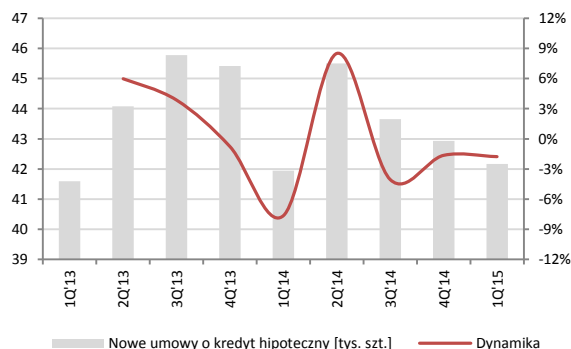
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



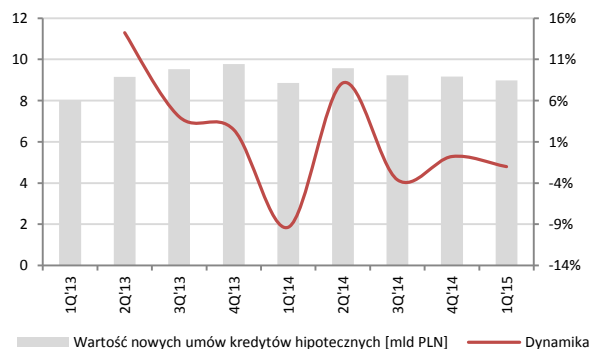
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



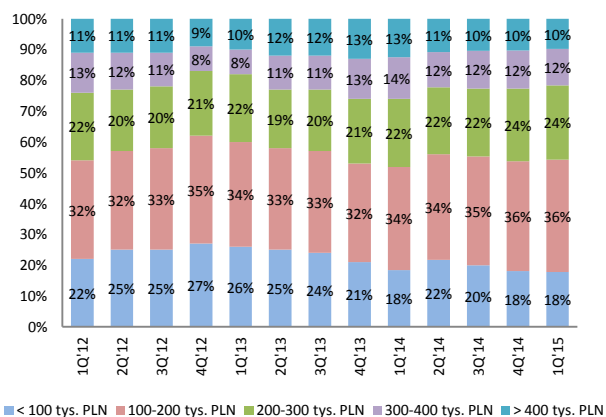
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



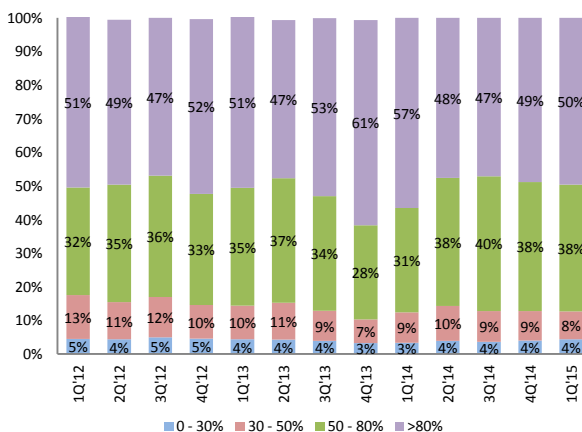
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



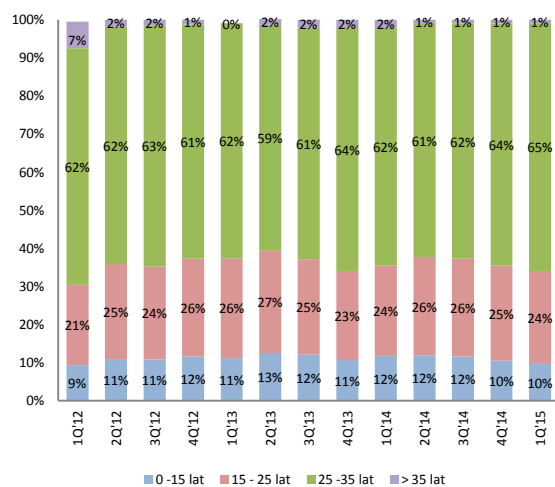
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



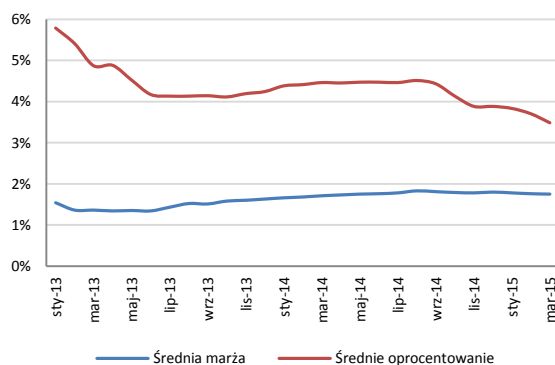
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



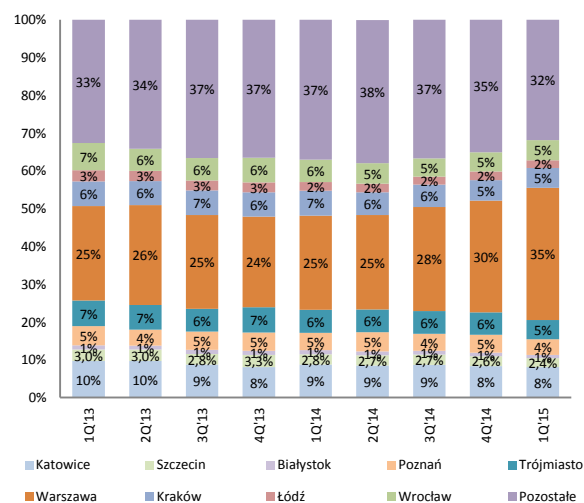
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



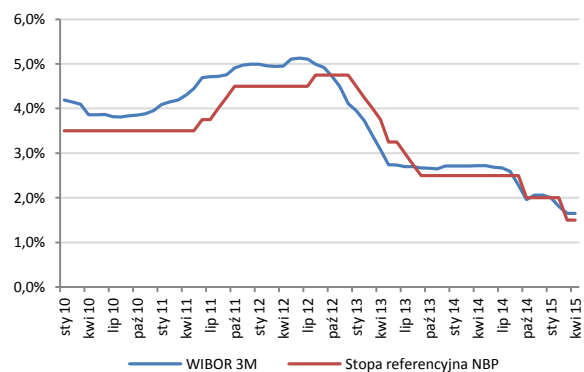
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



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	2024
Aktywa trwałe	8,2	7,5	13,2	16,9	19,3	21,3	22,3	22,7	23,3	23,6	23,9	24,0	24,0
Wartości niematerialne i prawne	1,2	1,2	2,6	3,9	4,5	5,0	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,7	5,7
Rzeczowe aktywa trwałe	5,3	4,7	6,3	8,7	10,5	12,0	12,7	13,0	13,4	13,7	13,9	14,0	14,0
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	1,6
Aktywa obrotowe	1751,5	1721,4	1593,1	1670,7	1766,4	1760,6	1719,6	1762,1	1840,7	1810,2	1850,5	1891,6	1901,7
Zapasy	1305,6	1346,6	1231,5	1408,8	1512,6	1481,3	1469,1	1523,4	1567,9	1605,8	1644,5	1681,6	1716,1
Należności z tyt. dostaw i usług	28,0	43,3	5,5	21,8	16,0	21,1	18,4	19,4	19,6	20,7	21,3	22,0	22,5
Pozostałe aktywa obrotowe	7,2	4,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Krótkoterminowe aktywa finansowe	234,8	5,2	34,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	175,9	322,3	318,3	222,4	220,0	240,3	214,3	201,5	235,4	165,8	166,9	170,2	145,2
Aktywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1687,7	1785,7	1781,9	1741,8	1784,7	1863,9	1833,8	1874,4	1915,6	1925,7
Kapitał (fundusz) własny	892,4	856,5	858,3	874,1	901,5	924,4	942,4	966,3	990,7	1016,7	1041,3	1066,6	1092,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	452,7	488,6	317,6	290,8	352,8	312,8	262,8	282,8	322,8	252,8	252,8	252,8	222,8
Kredyty i pożyczki długoterminowe	177,0	174,0	98,0	98,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	220,0	270,0	170,0	150,0	290,0	270,0	220,0	240,0	280,0	210,0	210,0	210,0	180,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	55,7	23,7	27,7	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	414,6	383,7	430,3	522,8	531,5	544,7	536,6	535,7	550,5	564,3	580,3	596,2	610,8
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	131,5	140,4	139,8	235,1	265,8	276,7	269,8	268,2	279,2	290,4	303,5	317,0	330,0
Zobowiązania oprocentowane - część krótkoterminowa	33,0	0,0	126,0	126,0	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	3,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Rozliczenia międzyokresowe	236,9	231,6	151,6	150,4	154,4	156,7	155,6	156,2	160,0	162,7	165,6	167,9	169,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,8	8,0	9,2	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Pasywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1687,7	1785,7	1781,9	1741,8	1784,7	1863,9	1833,8	1874,4	1915,6	1925,7

Rachunek zysków i strat [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody netto ze sprzedaży	851,4	676,4	784,3	929,9	1008,4	1009,2	957,8	997,9	1038,2	1078,8	1111,6	1142,9	1172,0
Koszty produktów, towarów i materiałów	647,4	519,3	632,2	741,1	781,7	777,5	734,3	766,0	798,0	830,3	856,7	881,9	905,6
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	152,0	188,8	226,7	231,7	223,5	231,8	240,2	248,5	254,9	261,0	266,4
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	39,8	44,7	50,4	50,5	46,0	47,9	49,9	51,8	53,4	54,9	56,3
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,4	50,2	51,4	52,7	52,7	54,0	55,4	56,8	58,2	59,6	61,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	37,2	31,2	36,5	43,5	40,3	43,8	43,2	44,6	45,3	46,5	47,5	48,7	49,9
EBITDA	116,5	76,5	72,3	97,3	129,4	134,1	131,1	136,7	141,8	147,1	150,7	153,8	156,4
EBIT	113,5	73,3	69,0	93,0	123,8	127,7	123,9	129,0	134,0	139,0	142,4	145,5	148,0
Saldo działalności finansowej	0,0	-3,6	0,4	-4,2	-1,5	-1,5	-0,7	-1,0	-1,5	-0,8	-1,5	-1,5	-1,3
Zysk (strata) brutto	113,5	69,7	69,4	88,8	122,4	126,2	123,2	128,0	132,5	138,2	140,9	143,9	146,7
Zysk (strata) netto	91,2	54,5	55,9	71,8	99,1	102,2	99,8	103,7	107,4	111,9	114,1	116,6	118,8

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	125,6	-8,7	136,9	-42,2	41,4	148,0	113,8	55,1	85,3	94,8	99,1	103,1	106,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-238,2	231,5	-36,6	22,2	-8,0	-8,4	-8,1	-8,1	-8,4	-8,4	-8,5	-8,4	-8,4
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-91,8	-76,5	-104,2	-75,9	-35,8	-119,3	-131,8	-59,8	-43,0	-155,9	-89,5	-91,3	-123,3
Przepływy pieniężne netto	-204,3	146,3	-3,9	-96,0	-2,3	20,3	-26,1	-12,8	33,9	-69,5	1,0	3,3	-25,0
Środki pieniężne na początek okresu	380,2	175,9	322,3	318,3	222,4	220,0	240,3	214,3	201,5	235,4	165,8	166,9	170,2
Środki pieniężne na koniec okresu	175,9	322,3	318,3	222,4	220,0	240,3	214,3	201,5	235,4	165,8	166,9	170,2	145,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody zmiana r/r	45,7%	-20,6%	16,0%	18,6%	8,4%	0,1%	-5,1%	4,2%	4,0%	3,9%	3,0%	2,8%	2,5%
EBITDA zmiana r/r	10,3%	-34,4%	-5,5%	34,6%	33,1%	3,6%	-2,2%	4,3%	3,7%	3,7%	2,4%	2,1%	1,7%
EBIT zmiana r/r	10,0%	-35,4%	-5,9%	34,8%	33,1%	3,1%	-3,0%	4,1%	3,9%	3,7%	2,4%	2,1%	1,8%
Zysk netto zmiana r/r	11,1%	-40,2%	2,6%	28,3%	38,0%	3,2%	-2,4%	3,9%	3,5%	4,3%	1,9%	2,2%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	24,0%	23,2%	19,4%	20,3%	22,5%	23,0%	23,3%	23,2%	23,1%	23,0%	22,9%	22,8%	22,7%
Marża EBITDA	13,7%	11,3%	9,2%	10,5%	12,8%	13,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,5%	13,3%
Marża EBIT	13,3%	10,8%	8,8%	10,0%	12,3%	12,7%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%
Marża brutto	13,3%	10,3%	8,9%	9,5%	12,1%	12,5%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%
Marża netto	10,7%	8,1%	7,1%	7,7%	9,8%	10,1%	10,4%	10,4%	10,3%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%
ROE	10,2%	6,4%	6,5%	8,2%	11,0%	11,1%	10,6%	10,7%	10,8%	11,0%	11,0%	10,9%	10,9%
ROA	5,2%	3,2%	3,5%	4,3%	5,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%
Dług	430,0	444,0	394,0	374,0	410,0	370,0	320,0	340,0	380,0	310,0	310,0	310,0	280,0
D/(D+E)	24,4%	25,7%	24,5%	22,2%	23,0%	20,8%	18,4%	19,1%	20,4%	16,9%	16,5%	16,2%	14,5%
D/E	32,3%	34,6%	32,5%	28,5%	29,8%	26,2%	22,5%	23,5%	25,6%	20,3%	19,8%	19,3%	17,0%
Odsetki / EBIT	6,0%	8,4%	7,6%	5,9%	4,1%	3,9%	3,7%	3,4%	3,5%	3,3%	3,0%	2,9%	2,8%
Dług / Kapitał własny	48,2%	51,8%	45,9%	42,8%	45,5%	40,0%	34,0%	35,2%	38,4%	30,5%	29,8%	29,1%	25,6%
Dług netto	254,1	121,8	75,7	151,6	190,0	129,7	105,7	138,5	144,6	144,2	143,1	139,8	134,8
Dług netto / Kapitał własny	28,5%	14,2%	8,8%	17,3%	21,1%	14,0%	11,2%	14,3%	14,6%	14,2%	13,7%	13,1%	12,3%
Dług netto / EBITDA	218%	159%	105%	156%	147%	97%	81%	101%	102%	98%	95%	91%	86%
Dług netto / EBIT	223,8%	166,0%	109,6%	163,0%	153,4%	101,5%	85,3%	107,4%	107,9%	103,7%	100,5%	96,1%	91,1%
EV	1504,5	1372,2	1326,1	1402,0	1440,4	1380,1	1356,1	1389,0	1395,0	1394,6	1393,5	1390,2	1385,2
Dług / EV	28,6%	32,4%	29,7%	26,7%	28,5%	26,8%	23,6%	24,5%	27,2%	22,2%	22,2%	22,3%	20,2%
CAPEX / Przychody	-0,4%	-0,4%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,7%
CAPEX / Amortyzacja	121,6%	78,9%	192,5%	184,0%	142,1%	131,5%	113,7%	105,0%	107,9%	104,7%	102,9%	101,4%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	-7,8%	9,2%	-10,7%	-6,3%	3,9%	0,7%	-5,6%	-2,9%	-2,3%	-2,1%	-1,9%	-1,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,8%	-30,2%	-67,0%	68,2%	80,6%	-5003,0%	13,4%	140,5%	74,1%	62,0%	71,0%	69,9%	70,5%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MC/S	1,5	1,8	1,6	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
P/E	13,7	22,9	22,4	17,4	12,6	12,2	12,5	12,1	11,6	11,2	11,0	10,7	10,5
P/BV	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
P/CE	4,7	3,3	3,3	4,3	3,9	3,6	4,0	4,1	3,6	4,5	4,5	4,4	4,7
EV/EBITDA	12,9	17,9	18,3	14,4	11,1	10,3	10,3	10,2	9,8	9,5	9,3	9,0	8,9
EV/EBIT	13,3	18,7	19,2	15,1	11,6	10,8	10,9	10,8	10,4	10,0	9,8	9,6	9,4
EV/S	1,8	2,0	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
BVPS	36,0	34,6	34,6	35,3	36,4	37,3	38,0	39,0	40,0	41,0	42,0	43,1	44,1
EPS	3,68	2,20	2,26	2,90	4,00	4,13	4,03	4,19	4,33	4,52	4,61	4,71	4,80
CEPS	10,8	15,2	15,1	11,9	12,9	13,8	12,7	12,3	13,8	11,2	11,3	11,6	10,7
DPS	1,5	3,68	2,20	2,26	2,90	3,20	3,30	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8
Dyid	3,0%	7,3%	4,4%	4,5%	5,7%	6,3%	6,5%	6,4%	6,6%	6,9%	7,2%	7,3%	7,5%
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%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 50,48 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

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

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

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	46,99	Redukuj	41,78	16.06.2015	50,48	53 962
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 2Q'15:

Kupuj	5	31%
Akumuluj	7	44%
Trzymaj	3	19%
Redukuj	1	6%
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 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 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 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 16.06.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.06.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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 rekomendację 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.

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 16.06.2015 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.