



Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnim czasie kurs Dom Development istotnie zyskał na wartości. W naszej ocenie jest to efekt kilku czynników. Po pierwsze deweloper wykorzystał sprzyjające otoczenie makro i zanotował bardzo dobry odczyt kontraktacji w 1Q'16, który zbiegł się z istotną poprawą wyników finansowych w 1Q'16. Dodatkowo spółka utrzymuje bardzo bezpieczną pozycję gotówkową, a zadłużenie netto względem kapitałów własnych jest na minimalnych poziomach. Liczymy, że pozytywne tendencje utrzymają się w nadchodzących kwartałach. Zgodnie z naszymi założeniami spółka powinna wykazywać dalszy wzrost wyników w połączeniu z rosnącą kontraktacją w '16. To z kolei stwarza pole do istotnego zwiększenia zysku netto w latach 2016-17 oraz podniesienia stopy dywidendy (w '16 grupa planuje wypłacić 3,25 PLN/akcję, natomiast w '17 DPS może wzrosnąć do 4,86 PLN/walor, co implikuje dividend yield na poziomie ok. 8%). Warto zwrócić uwagę, że w ubiegłym roku deweloper istotnie rozbudował bank ziemi (obecnie Dom Development jest w stanie wybudować ok. 6,5 tys. mieszkań, co starcza na ok. 3 lata działalności), dzięki czemu w '16 poprawie powinien ulec cash flow operacyjny. Z drugiej strony sądzimy, że dużo z powyższych wskaźników jest uwzględnione w kursie akcji. Łyżkę dziegciu w ocenie dewelopera dokłada brak dywersyfikacji geograficznej (mały udział we Wrocławiu), wysokie koszty SG&A (w relacji do przychodów znacznie powyżej innych podmiotów z branży) oraz duże skumulowanie przekazów w 4Q'16, co niesie ryzyko przesunięcia części wyników na '17. Mając na względzie powyższe argumenty decydujemy się podnieść cenę docelową Dom Development do 58,3 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Trzymaj. Spółka jest handlowana dla naszych założeń dla P/E na lata 2016-17 na poziomie 11,7-10,0 oraz P/BV rzędu 1,5x.

Po lepszym od przewidywań 1Q'16, liczymy, że poprawa wyników będzie kontynuowana także w 2Q'16. Oczekujemy, że Dom Development przekaze klientom 430 lokali, co powinno pozwolić na wypracowanie 189,3 mln PLN przychodów (+20,1% r/r). Spodziewamy się, że pomimo niższej średniej marży, deweloperowi uda się zwiększyć EBITDA do ok. 18,8 mln PLN oraz 13,8 mln PLN zysku netto. Tym samym okres 1H'16 byłby znacznie lepszy w ujęciu r/r. Harmonogram tegorocznych przekazów przewiduje, że zdecydowana większość projektów (ok. 7-8) będzie przekazywana klientom w 3-4Q'16. Oznacza to, że gros sprzedaży notarialnej skumuluje przypadnie na 2H'16 (ze szczególnym wskazaniem na 4Q'16; niemal 1,2 tys. lokali). W naszym modelu zakładamy, że w okresie Dom Development odda do użytku ponad 1,8 tys. mieszkań, wypracowując tym samym 819,5 mln PLN przychodów (+21,6% r/r), przy jednoczesnym utrzymaniu średniej rentowności projektów. Estymujemy, że EBITDA będzie bliska 130,5 mln PLN, natomiast wynik netto może wzrosnąć do 101,5 mln PLN (w ujęciu całorocznym ok. 120,4 mln PLN zysku).

W perspektywie lat 2016-17 spodziewamy się, że deweloper będzie w stanie przekazywać i kontraktować po blisko 2,5 tys. mieszkań, co powinno pozwolić na poprawę wyników. W modelu zakładamy, że od '18 koniunktura nieco się ochłodzi i wskaźniki operacyjne spadną do poziomu 2,2-2,3 tys. lokali. Oczekujemy, że spółka w długim terminie utrzyma obecną politykę dywidendową i dalej będzie dzielić się całym zyskiem z akcjonariuszami.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	784,3	904,2	1147,8	1191,0	1134,4	1100,2
EBITDA [mln PLN]	72,3	106,9	157,8	182,7	161,8	153,8
EBIT [mln PLN]	69,0	102,5	152,8	177,0	155,2	146,8
Wynik netto [mln PLN]	55,9	80,8	120,4	140,8	123,5	116,8
P/BV	1,64	1,59	1,52	1,49	1,52	1,53
P/E	25,1	17,4	11,7	10,0	11,4	12,0
EV/EBITDA	20,5	14,5	9,4	8,0	8,9	9,2
EV/EBIT	21,4	15,2	9,8	8,2	9,2	9,7
DPS	2,20	2,25	3,25	4,86	5,68	4,98

TRZYMAJ

(POPRIEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 58,3 PLN

4 MAJA 2016

Wycena końcowa [PLN]	58,28
Potencjał do wzrostu / spadku	+2,8%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	56,69
Kapitalizacja [mln PLN]	1404,2
Ilość akcji [mln. szt.]	24,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	55,60
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	45,60
Stopa zwrotu za 3 mc	12,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	6,5%

Akcyonariat (% głosów):

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

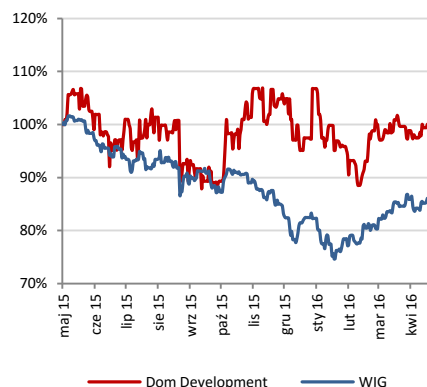
Adrian Górniak

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'2016	10
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	15
OTOCZENIE RYNKOWE.....	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	20

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 60,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 53,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1443,7 mln PLN, czyli **58,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

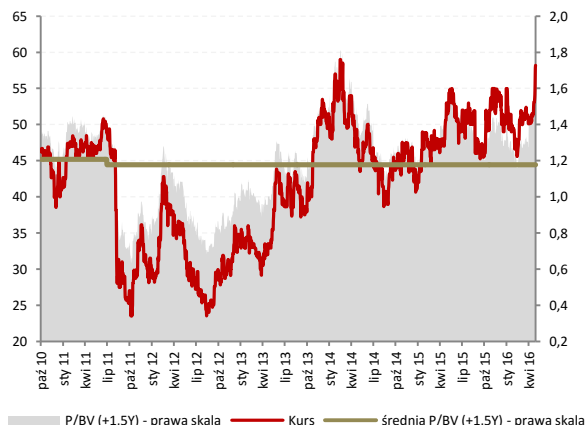
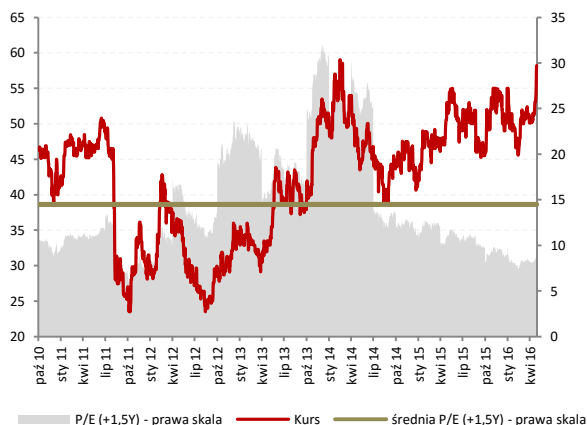
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	1 493,7	60,30
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	1 327,0	53,57
C= (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa [PLN]	1 443,7	58,28

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W odróżnieniu od ubiegłego roku, ścieżkowa wynikowa w nadchodzących kwartałach prezentuje się dla Dom Development bardzo korzystnie. Po lepszym od przewidywań 1Q'16, liczymy, że poprawa wyników będzie również kontynuowana także w 2Q'16. Oczekujemy, że Dom Development przekaze klientom 430 lokali, co powinno pozwolić na wypracowanie 189,3 mln PLN przychodów (+20,1% r/r). Spodziewamy się, że pomimo niższej średniej marży, deweloperowi uda się zwiększyć EBITDA do ok. 18,8 mln PLN oraz 13,8 mln PLN zysku netto. Tym samym okres 1H'16 byłby znacznie lepszy w ujęciu r/r. Wskazujemy, że harmonogram tegorocznych przekazów przewiduje, że zdecydowana większość projektów (ok. 7-8) zacznie być przekazywana klientom w 3-4Q'16. Oznacza to, że gros sprzedaży notarialnej skumuluje przypadnie na 2H'16 (ze szczególnym wskazaniem na 4Q'16; niemal 1,2 tys. lokali). W naszym modelu zakładamy, że w okresie Dom Development odda do użytku ponad 1,8 tys. mieszkań, wypracowując tym samym 819,5 mln PLN przychodów (+21,6% r/r), przy jednoczesnym utrzymaniu średniej rentowności projektów. Estymujemy, że EBITDA będzie bliska 130,5 mln PLN, natomiast wynik netto może wzrosnąć do 101,5 mln PLN.

Podsumowując, na korzyść dewelopera przemawiają oczekiwany wzrost kontraktacji i wolumenu przekazów w latach 2016-17 (ma się do tego przyczynić mocna rozbudowa oferty w 2-3Q'16) oraz wysokie strumienie dywidend, którymi Dom Development sownie dzieli się z akcjonariuszami (w modelu przyjmujemy utrzymanie wypłatę 100% wypracowywanego zysku netto w kolejnych latach). Doceniamy także bezpieczną sytuację w bilansie (zadłużenie netto w relacji do kapitałów własnych jest najniższe wśród giełdowych przedstawicieli branży). Uważamy także, że na korzyść spółki działa brak oferty w ramach programu MdM, który prawdopodobnie w '18 zostanie wygaszony i może przyczynić się do spadku przedsprzedaży w przypadku deweloperów, którzy budują inwestycje w segmencie popularnym. Z drugiej strony zagrożeniem dla sektora mogą być plany wsparcia budownictwa społecznego, o którym od kilku miesięcy mówią przedstawiciele rządu. In minus oceniamy również brak dywersyfikacji geograficznej banku ziemi oraz rozbudowaną strukturę kosztów SG&A. Spółka jest także droższa dla wskaźnika P/E względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności. Dlatego też decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Trzymaj oraz podniesienie ceny docelowej do 58,3 PLN/akcję.

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 2540 mieszkań w 2016 r., podobnie jak w '17. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował w okolicy 2,3-2,4 tys. mieszkań w 2025 roku.
- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2016-17 odpowiednio po 2,6-2,5 tys. lokali, a w długim terminie poziom zostanie utrzymany na pułapie 2,4-2,5 tys. mieszkań.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2016-17) będzie bliska 23%.
- Przyjęliśmy założenie o utrzymaniu obecnej polityki dywidendowej w kolejnych latach, tj. wypłaty 100% wypracowanego zysku netto.
- 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 2025 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 24,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 04.05.2016

Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 1493,7 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 60,30 PLN.

Model DCF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1147,8	1191,0	1134,4	1100,2	1048,9	1078,8	1111,6	1142,9	1172,0	1199,2
EBIT [mln PLN]	152,8	177,0	155,2	146,8	136,4	139,5	142,9	145,9	148,5	150,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,0	33,7	29,5	27,9	25,9	26,5	27,1	27,7	28,2	28,6
NOPLAT [mln PLN]	123,8	143,3	125,7	118,9	110,5	113,0	115,7	118,2	120,3	122,0
Amortyzacja [mln PLN]	5,0	5,8	6,7	7,0	7,2	7,2	7,0	6,9	6,7	6,6
CAPEX [mln PLN]	-7,5	-7,8	-7,7	-7,4	-7,1	-6,7	-6,7	-6,6	-6,5	-6,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	94,3	37,4	21,2	12,0	-30,0	-20,3	-16,4	-15,1	-14,0	-13,2
FCF [mln PLN]	215,6	178,7	145,9	130,5	80,6	93,1	99,6	103,4	106,5	109,1
DFCF [mln PLN]	205,3	157,5	118,8	98,2	56,0	59,6	58,9	56,6	54,0	51,1
Suma DFCF [mln PLN]	915,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1550,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	726,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1642,1									
Dług netto [mln PLN]	148,4									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1493,7									
Ilość akcji [tys.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	60,30									

Przychody zmiana r/r	26,9%	3,8%	-4,8%	-3,0%	-4,7%	2,9%	3,0%	2,8%	2,5%	2,3%
EBIT zmiana r/r	49,1%	15,8%	-12,3%	-5,4%	-7,0%	2,2%	2,4%	2,1%	1,8%	1,4%
FCF zmiana r/r	-	-17,1%	-18,3%	-10,6%	-38,2%	15,4%	7,0%	3,8%	3,1%	2,4%
Marża EBITDA	13,8%	15,3%	14,3%	14,0%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,2%	13,1%
Marża EBIT	13,3%	14,9%	13,7%	13,3%	13,0%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%
Marża NOPLAT	10,8%	12,0%	11,1%	10,8%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	148,7%	135,5%	115,4%	105,4%	98,1%	93,8%	95,9%	96,1%	96,3%	94,8%
Zmiana KO / Przychody	-8,2%	-3,1%	-1,9%	-1,1%	2,9%	1,9%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-38,7%	-86,6%	37,5%	35,1%	-58,5%	67,9%	50,1%	48,1%	48,0%	48,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
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%	78,89%	82,61%	83,89%	86,00%	85,89%	85,92%	78,59%	79,66%	79,91%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,46%	4,45%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Udział kapitału obcego	24,53%	21,11%	17,39%	16,11%	14,00%	14,11%	14,08%	21,41%	20,34%	20,09%
WACC	7,89%	8,04%	8,21%	8,27%	8,36%	8,36%	8,36%	8,03%	8,08%	8,09%

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	55,1	57,9	61,4	66,0	72,0	80,5	93,5	115,3	160,3
	0,8	52,9	55,4	58,5	62,4	67,6	74,8	85,2	102,1	133,7
	0,9	50,9	53,1	55,8	59,3	63,7	69,8	78,4	91,7	114,9
	1,0	49,0	51,0	53,4	56,4	60,3	65,5	72,6	83,3	101,0
	1,1	47,2	49,0	51,2	53,8	57,2	61,7	67,7	76,4	90,2
	1,2	45,6	47,2	49,1	51,5	54,5	58,3	63,4	70,7	81,7
	1,3	44,0	45,5	47,2	49,3	52,0	55,3	59,7	65,8	74,7

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%	57,6	60,7	64,7	69,9	77,0	87,4	103,6	132,8	201,3
	4,00%	52,9	55,4	58,5	62,4	67,6	74,8	85,2	102,1	133,7
	5,00%	49,0	51,0	53,4	56,4	60,3	65,5	72,6	83,3	101,0
	6,00%	45,6	47,2	49,1	51,5	54,5	58,3	63,4	70,7	81,7
	7,00%	42,6	43,9	45,5	47,4	49,7	52,6	56,4	61,6	68,9
	8,00%	40,0	41,1	42,4	43,9	45,7	48,0	50,9	54,6	59,8
	9,00%	37,7	38,6	39,6	40,9	42,4	44,2	46,4	49,2	53,0

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%	83,2	80,6	78,3	76,1	74,2	72,3	70,7	69,1	67,7
	4,00%	74,2	71,6	69,3	67,2	65,4	63,6	62,1	60,7	59,4
	5,00%	67,0	64,5	62,3	60,3	58,6	57,0	55,6	54,3	53,1
	6,00%	61,0	58,6	56,5	54,7	53,1	51,7	50,4	49,3	48,2
	7,00%	55,9	53,7	51,8	50,1	48,7	47,4	46,2	45,2	44,3
	8,00%	51,6	49,6	47,8	46,3	45,0	43,8	42,8	41,8	41,0
	9,00%	47,9	46,0	44,4	43,0	41,8	40,8	39,8	39,0	38,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-18 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 **53,6 PLN**.

Wycena porównawcza dla Dom Development

	Cena*	P/E			P/BV		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Robyg	3,17	9,4	8,3	9,1	1,6	1,5	1,4
PIK GROUP	250,40	18,0	12,9	9,8	4,8	3,7	2,7
Kaufman & Broad	33,11	13,6	11,8	10,9	1,2	1,1	1,0
Persimmon	19,90	10,5	9,9	8,8	2,3	2,1	1,9
Taylor Wimpey	1,86	10,7	11,3	9,3	2,0	1,8	1,8
Bovis Homes	8,85	7,9	6,8	6,0	1,1	1,0	0,9
Barratt Developments	5,40	9,9	8,9	8,4	1,4	1,3	1,2
Mediana		10,5	9,9	9,1	1,6	1,5	1,4
Dom Development	56,69	11,7	10,0	11,4	1,52	1,49	1,52
Premia/dyskonto do spółki		10,7%	1,2%	25,6%	-2,8%	1,9%	6,9%
Wycena wg wskaźnika		51,21	56,02	46,59	59,26	55,94	52,41
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników			51,3			55,9	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			53,6				

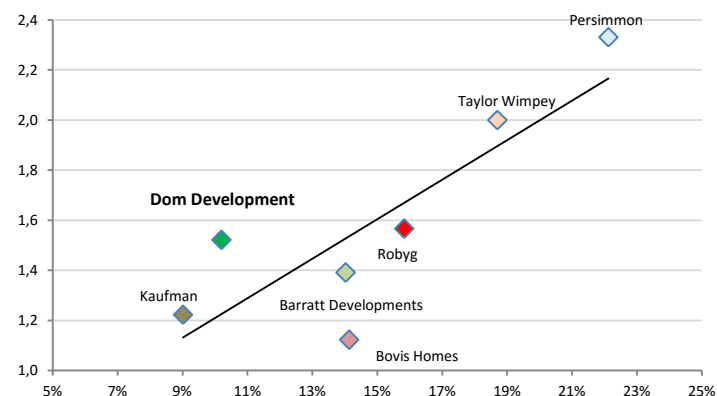
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *w walucie rodzimej

Dom Development na tle krajowych deweloperów

	P/E		P/BV	
	2016	2017	2016	2017
Robyg	9,4	8,3	1,6	1,5
Ronson	13,4	12,9	0,9	0,9
Marvipol	7,8	9,9	0,8	0,7
Polnord	-	-	0,6	0,6
Vantage	18,0	15,8	0,5	0,5
LC Corp	12,8	9,3	0,7	0,6
Mediana	12,8	9,9	0,7	0,7
Dom Development	11,7	10,0	1,5	1,5
Premia/dyskonto	-8,6%	1,2%	107,0%	116,4%

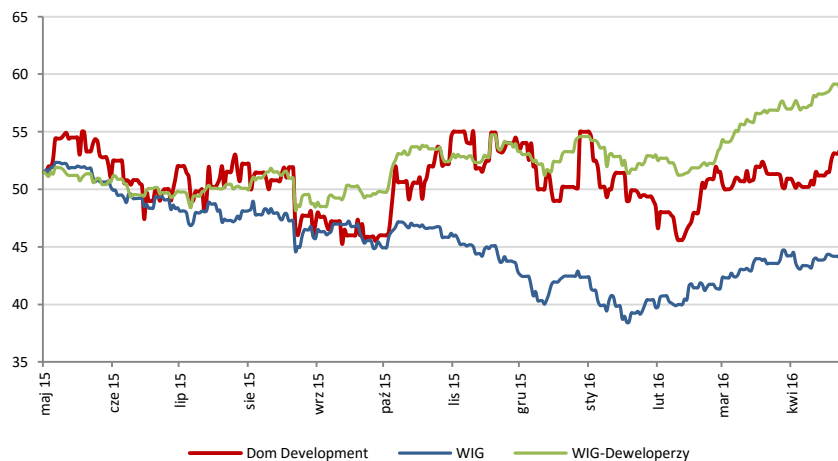
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2016



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

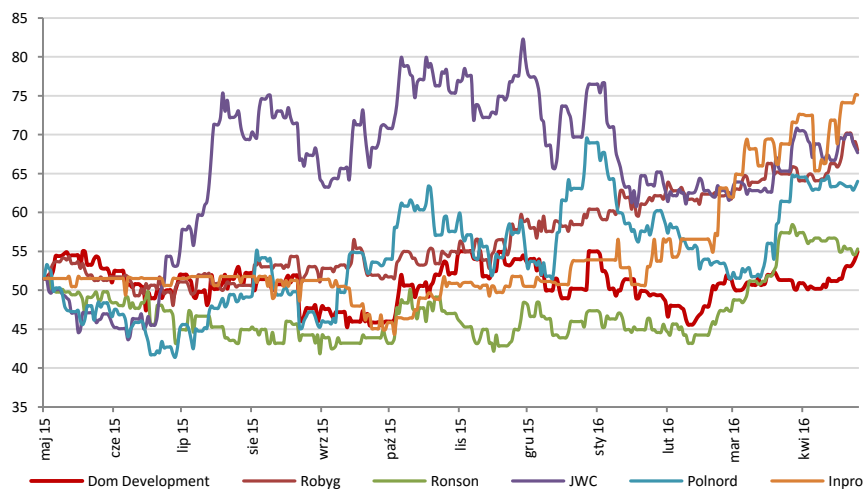
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Od lutego kurs Dom Development radził sobie znacznie lepiej niż indeks szerokiego rynku.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W perspektywie roku kurs Dom Development nie uległ większym zmianom. Pozostali deweloperzy poradzili sobie jednak znacznie lepiej.

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 (6,4 tys. PLN/mkw, wcześniejsze progi były zdecydowanie niższe). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku. We Wrocławiu limit cenowy na 2Q'16 został utrzymany na poziomie 5,2 tys. PLN. W ostatnich wypowiedziach przedstawiciele rządu wskazywali, że wsparty ma być segment społecznego budownictwa mieszkaniowego. Nie znamy jednak szczegółów projektu.
- **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 (często za najlepsze działki trzeba płacić nawet po 2,0 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.
- **Ustawa o gruntach**

Od 30 kwietnia zaczęła nowa ustawa o gruntach. Zgodnie z jej postanowieniami grunty rolne będą mogli nabyć tylko ci, którzy prowadzą działalność rolną na terenie danej gminy od co najmniej 5 lat. Dodatkowo dana osoba może posiadać nie więcej niż 300 ha ziemi, a pierwokup działek będą mieli dzierżawcy lub sąsiadujący rolnicy. Ustawą będą objęte wszystkie grunty, które nie są objęte planem zagospodarowania przestrzennego. Przepisy wprowadzonej ustawy mogą być problemem w szczególności dla mniejszych deweloperów, którzy dysponują ograniczonym bankiem ziemi.

WYNIKI ZA 1Q'2016

Wyniki 1Q'16 Dom Development były zdecydowanie lepsze r/r. Przekazując 256 lokali deweloper wypracował 139,1 mln PLN przychodów (średnia wartość mieszkania bliska 543 tys. PLN), co oznacza wzrost o 42% r/r. Pomimo niższej rentowności sprzedanych notarialnie lokali (22,8%; duży udział w strukturze mieszkań z projektów Alei Piastów i Żoliborza Artystycznego, łącznie 85 lokali), wynik brutto ze sprzedaży wzrósł do 31,7 mln PLN (+73,4% r/r). Dzięki kontroli kosztów SG&A, na poziomie EBITDA spółka odnotowała 8,6 mln PLN zysku, a wynik netto wyniósł 5,1 mln PLN.

Pozytywnie odbieramy wzrost poziomu kontraktacji do 615 mieszkań w 1Q'16, co implikuje dynamikę rzędu 32% r/r. Po pierwsze baza z zeszłego roku była dosyć niska (467 lokali), a po drugie należy brać pod uwagę wielkość bieżącej oferty. Do oferty zostały wprowadzone 3 projekty o łącznej liczbie 426 mieszkań. W ofercie na koniec 1Q'16 znajdowało się prawie 2,1 tys. lokali, z czego ok. 25% było już ukończonych. Naszą uwagę zwraca zwiększenie mieszkań o wartości powyżej 550 tys. PLN, które w 1Q'16 odpowiadały za 28% zrealizowanej kontraktacji (jest to najwyższy poziom w historii).

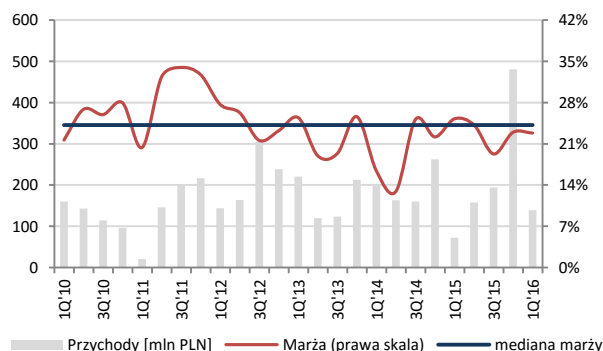
Dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 1Q'16 deweloper posiadał 292,9 mln PLN środków pieniężnych (bez środków na rachunkach powierniczych). Dług netto wyniósł 57,1 mln PLN, co oznacza, że w relacji do kapitałów własnych stanowił 6,4%.

Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchylenie	1Q'16 konsensus	odchylenie
Przychody	72,5	139,1	91,7%	118,2	17,6%	118,7	17,2%
Wynik brutto	18,3	31,7	73,4%	25,1	26,4%	-	-
EBITDA	-4,7	8,6	-	4,7	82,9%	-	-
EBIT	-5,7	7,3	-	3,5	109,9%	3,6	104,1%
Wynik netto	-5,4	5,1	-	2,9	76,2%	2,5	104,4%
Marża brutto	25,2%	22,8%		21,2%		-	
Marża EBITDA	-	6,2%		4,0%		-	
Marża EBIT	-	5,3%		3,0%		3,0%	
Marża netto	-	3,7%		2,5%		2,1%	

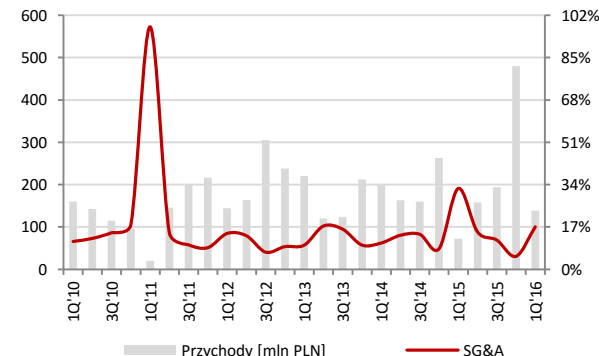
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



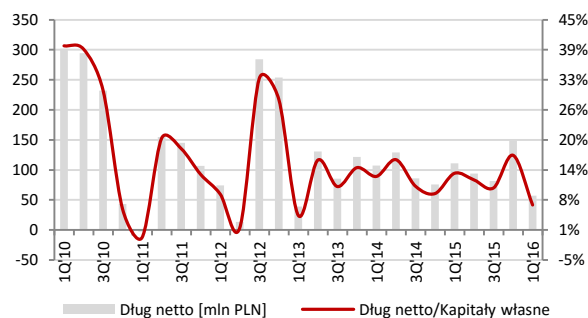
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



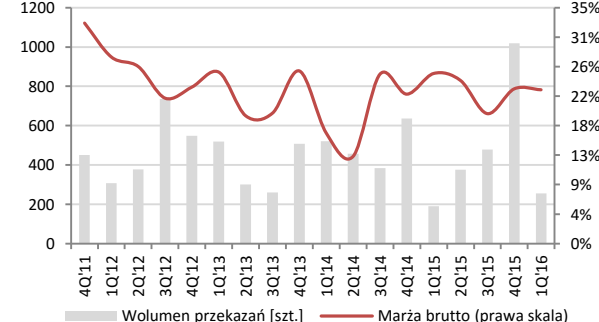
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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. 12 projektów, które obejmują ponad 3,2 tys. lokali, z czego 155 mieszkań znajduje się we Wrocławiu. W przygotowaniu znajduje się natomiast 7,2 tys. mieszkań, w tym niemal 6,5 tys. w Warszawie (wpływ zakupu działek po lewej stronie Wisły). W 1Q'16 oferta spółki powiększyła się o 3 projekty (+426 lokali). W sprzedaży dostępnych jest 2,1 tys. mieszkań, z czego 547 jest już gotowych (26% oferty).

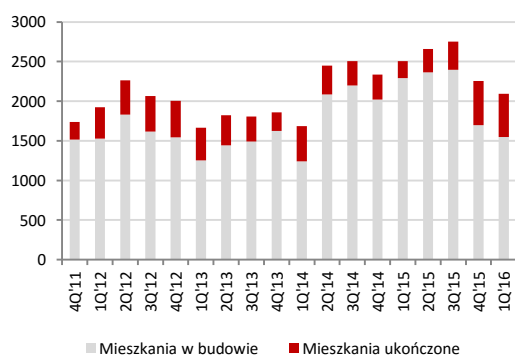
Projekty w realizacji/przygotowaniu

Projekt	Miasto	Lokale w realizacji	Lokale w przygotowaniu
Żoliborz Artystyczny	Warszawa	380	403
Premium	Warszawa	442	471
Osiedle Przyjaciół	Warszawa	300	0
Wille Lazurowa	Warszawa	166	0
Nowosolipsowska	Warszawa	0	114
Osiedle Pod Różami (e. 3)	Warszawa	0	50
Studio Mokotów (Garażowa)	Warszawa	329	0
Dom pod Zegarem (Bukowińska)	Warszawa	235	0
Apartamenty Mokotów nad Skarpą	Warszawa	184	0
Cybernetyki	Warszawa	0	600
Bukowińska III	Warszawa	0	181
Taneczna	Warszawa	0	115
Anody	Warszawa	190	0
Regaty	Warszawa	0	217
Palladium (Akacje)	Warszawa	0	780
Klasyków	Warszawa	0	204
Moderna	Warszawa	171	593
Samarytanka	Warszawa	0	581
Wilno	Warszawa	452	1332
Motorowa	Warszawa	0	493
Apartamenty Saska nad Jeziorem	Warszawa	236	0
Saska III	Warszawa	0	359
łącznie		3085	6493

Aura	Wrocław	155	721
łącznie		155	721

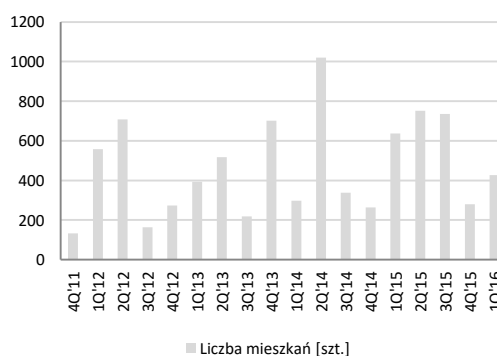
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inwestycje wprowadzone do realizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

Po lepszym od przewidywań 1Q'16, liczymy, że poprawa wyników będzie kontynuowana także w 2Q'16. Oczekujemy, że Dom Development przekaze klientom 430 lokali, co powinno pozwolić na wypracowanie 189,3 mln PLN przychodów (+20,1% r/r). Spodziewamy się, że pomimo niższej średniej marży, deweloperowi uda się zwiększyć EBITDA do ok. 18,8 mln PLN oraz 13,8 mln PLN zysku netto. Tym samym okres 1H'16 byłby znacznie lepszy w ujęciu r/r.

Wskazujemy, że harmonogram tegorocznych przekazania przewiduje, że zdecydowana większość projektów (ok. 7-8) zacznie być przekazywana klientom w 3-4Q'16. Oznacza to, że gros sprzedaży notarialnej skumuluje przypadnie na 2H'16 (ze szczególnym wskazaniem na 4Q'16; niemal 1,2 tys. lokali). W naszym modelu zakładamy, że w okresie Dom Development odda do użytku ponad 1,8 tys. mieszkań, wypracowując tym samym 819,5 mln PLN przychodów (+21,6% r/r), przy jednoczesnym utrzymaniu średniej rentowności projektów. Estymujemy, że EBITDA będzie bliska 130,5 mln PLN, natomiast wynik netto może wzrosnąć do 101,5 mln PLN.

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się wzrostu przychodów do ok. 1 147,8 mln PLN w '16, przy jednoczesnym symbolicznym spadku marży brutto do 22,3%. Zysk operacyjny powinien wzrosnąć do 152,8 mln PLN, natomiast na poziomie wyniku netto szacujemy ok. 120,4 mln PLN zysku. Zakładamy, że w '16 Dom Development zakontraktuje powyżej 2,5 tys. i przekaze ponad 2,5 tys. mieszkań. Bieżący rok będzie się również wiązał z uzupełnieniem banku ziemi. W naszym modelu przyjmujemy, że deweloper wyda na nowe działki ok. 250 mln PLN (z zapowiedzi zarządu wynika, że kwota może być wyższa). Mimo to liczymy, że dzięki dużej liczbie przekazania oraz znacznym zakupom działek w '15 spółka odnotuje dodatni cash flow operacyjny. Obecny bank ziemi pozwala spółce bezpiecznie prowadzić działalność przy obecnej skali przez 2,5-3,0 lat. Jednocześnie utrzymana powinna być mocna pozycja gotówkowa – szacujemy, że na koniec '16 dług netto w relacji do kapitałów własnych będzie się mieścić w przedziale 10-12%. W perspektywie przyszłego roku zakładamy, że deweloper utrzyma skalę przekazania i przedsprzedaży, co przy lepszej marży brutto powinno przełożyć się na wzrost wyniku netto do ok. 140,8 mln PLN, a tym samym do zwiększenia stopy dywidendy.

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 utrzyma bieżącą politykę dywidendową, zakładającą wypłatę 100% zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne)

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2013	2014	2015	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	72,5	157,8	193,9	480,0	139,1	189,3	287,8	531,7	676,4	784,3	904,2	1 147,8	1 191,0
Wynik brutto ze sprzedaży	18,3	38,2	37,4	110,1	31,7	40,9	64,3	119,3	157,1	152,0	203,9	256,2	282,8
SG&A	23,5	23,6	22,7	24,8	23,7	23,2	26,5	28,4	82,5	87,2	94,7	101,8	105,0
EBITDA	-4,7	14,2	14,4	83,0	8,6	18,8	38,7	91,7	76,5	72,3	106,9	157,8	182,7
EBIT	-5,7	13,2	13,2	81,8	7,3	17,5	37,5	90,4	73,3	69,0	102,5	152,8	177,0
Saldo finansowe	-0,8	-0,2	-0,8	0,0	-1,0	-0,5	-0,9	-1,7	-3,6	0,4	-1,8	-4,1	-3,1
Wynik brutto	-6,5	13,0	12,4	81,8	6,4	17,0	36,6	88,7	69,7	69,4	100,6	148,7	173,9
Wynik netto	-5,4	10,6	9,5	66,1	5,1	13,8	29,6	71,8	54,5	55,9	80,8	120,4	140,8
Marża brutto ze sprzedaży	25,2%	24,2%	19,3%	22,9%	22,8%	21,6%	22,3%	22,4%	23,2%	19,4%	22,6%	22,3%	23,7%
Marża EBITDA	-6,4%	9,0%	7,4%	17,3%	6,2%	9,9%	13,5%	17,3%	11,3%	9,2%	11,8%	13,8%	15,3%
Marża EBIT	-7,9%	8,3%	6,8%	17,0%	5,3%	9,3%	13,0%	17,0%	10,8%	8,8%	11,3%	13,3%	14,9%
Marża brutto	-9,0%	8,2%	6,4%	17,0%	4,6%	9,0%	12,7%	16,7%	10,3%	8,9%	11,1%	13,0%	14,6%
Marża netto	-7,5%	6,7%	4,9%	13,8%	3,7%	7,3%	10,3%	13,5%	8,1%	7,1%	8,9%	10,5%	11,8%
Liczba lokali sprzedanych	467	598	640	678	615	690	638	624	1605	1889	2383	2566	2478
Liczba lokali przekazanych	190	375	478	1 019	256	430	680	1 169	1588	1 955	2 062	2 535	2 536

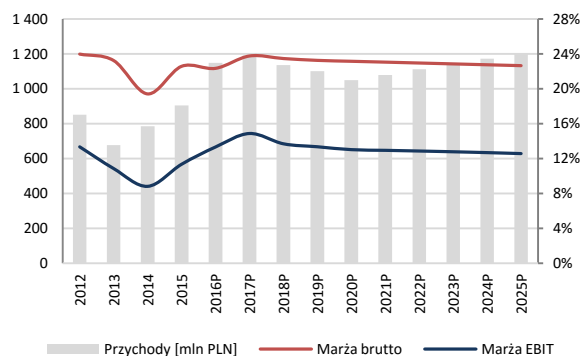
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza przychodów wg poszczególnych projektów w okresie 2Q'16-4Q'17

Projekt	Liczba lokali ogółem	Przychody [mln PLN]						
		2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Apartamenty Saska nad Jeziorem, e. 1 i 2	392	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aura, e. 1a	186	5,5	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 3	228	8,9	8,9	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Aura, e. 1B	69	19,9	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wrzeciono (Willa Lindego)	129	5,1	4,7	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezydencja Mokotów (d. Naruszewicza)	142	10,1	10,1	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Wille Miejskie Klasyków, e.1	224	14,2	39,5	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Al. Piastów	177	10,9	10,9	11,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska III	379	39,7	91,2	25,7	20,6	0,0	0,0	0,0
Regaty	144	9,6	32,7	13,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pod różami (dawna Włodarzewska)	110	8,8	8,8	23,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 4	222	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Przyjaciół , e. 1/2	200	0,0	0,0	57,7	23,5	4,3	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 8	218	0,0	0,0	61,3	40,0	14,9	0,0	0,0
Studio Mokotów (całkiem nowy)	329	0,0	0,0	120,5	41,3	0,0	0,0	0,0
Wille Lazurowa	166	0,0	11,6	25,0	8,3	6,7	3,7	0,0
Saska nad Jeziorem, e.3	236	39,5	60,6	24,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dom pod Żegarem	225	0,0	0,0	46,2	86,2	6,2	0,0	0,0
Wilno II, e. 3	189	0,0	0,0	34,8	20,6	4,4	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 9	162	0,0	0,0	54,1	22,1	3,4	0,0	0,0
Os. Pod Różami, e 3	47	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,2
Osiedle Moderna, e 1	167	0,0	0,0	0,0	0,0	31,8	20,6	8,2
Osiedle Premium, e 1	198	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,8	38,3
Osiedle Przyjaciół, e. 3	93	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,3	20,3
Apartamenty Mokotów nad Skarpą	183	0,0	0,0	0,0	0,0	30,4	64,1	23,6
Osiedle Premium, etap 2	237	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	63,1
Żoliborz Artystyczny, etap V	117	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,0	29,6
RAZEM		189,3	287,8	531,7	262,6	102,1	149,3	199,3

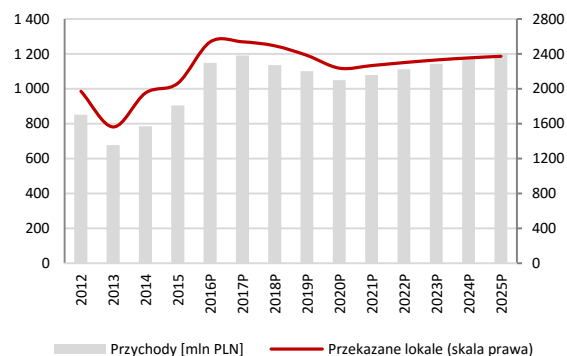
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBIT i netto



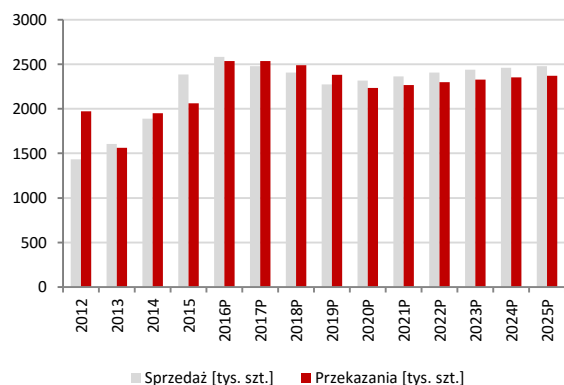
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



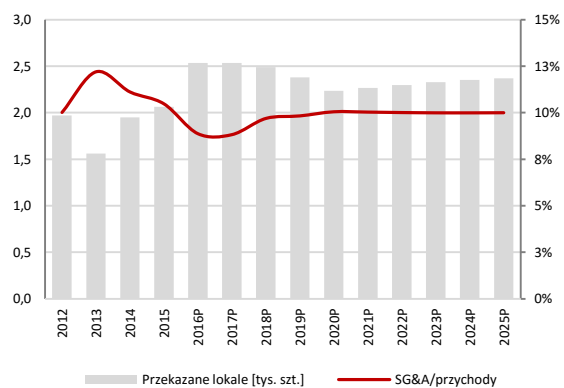
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrakcja vs przekazania lokali



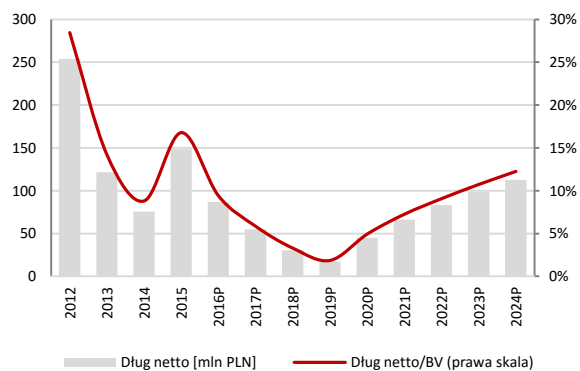
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 czerwca '15 zrewidowaliśmy harmonogram projektów oraz ich przekazania, co jest mocniej widoczne w przypadku wyników '16. W '16 oczekujemy 1,1 mld PLN przychodów (+13,8% wobec poprzedniego raportu), ok. 157,8 mln PLN EBITDA (+22,0%) i ok. 120,4 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba przekazanych mieszkań w '17 powinna pozwolić na osiągnięcie 1,2 mld PLN przychodów (+18,0%) oraz ok. 140,8 mln PLN wyniku netto (+37,8%). W modelu dalej przyjmujemy wypłatę dywidendy w wys. 100% zysku netto w latach 2016-17.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z czerwca '15

	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1008,4	1147,8	13,8%	1009,2	1191,0	18,0%	957,8	1134,4	18,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	226,7	256,2	13,0%	231,7	282,8	22,0%	223,5	266,0	19,0%
EBITDA	129,4	157,8	22,0%	134,1	182,7	36,3%	131,1	161,8	23,4%
EBIT	123,8	152,8	23,4%	127,7	177,0	38,6%	123,9	155,2	25,3%
Wynik netto	99,1	120,4	21,5%	102,2	140,8	37,8%	99,8	123,5	23,7%
marża brutto	22,5%	22,3%		23,0%	23,7%		23,3%	23,5%	
marża EBITDA	57,1%	13,8%		13,3%	15,3%		13,7%	14,3%	
marża EBIT	95,7%	13,3%		12,7%	14,9%		12,9%	13,7%	
marża netto	9,8%	10,5%		10,1%	11,8%		10,4%	10,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz BDM vs konsensus Bloomberg

	2016 BDM	2016 kons.	odchylenie	2017 BDM	2017 kons.	odchylenie	2018 BDM	2018 kons.	odchylenie
Przychody	1 147,8	993,0	15,6%	1 191,0	1 000,0	19,1%	1 134,4	902,0	25,8%
EBITDA	157,8	132,7	19,0%	182,7	133,5	36,9%	161,8	116,8	38,6%
EBIT	152,8	128,5	18,9%	177,0	129,3	36,8%	155,2	113,0	37,3%
Wynik netto	120,4	103,6	16,2%	140,8	103,8	35,7%	123,5	89,7	37,7%
Dług netto	86,9	102,8	-15,5%	55,2	107,1	-48,4%	30,6	110,0	-72,2%

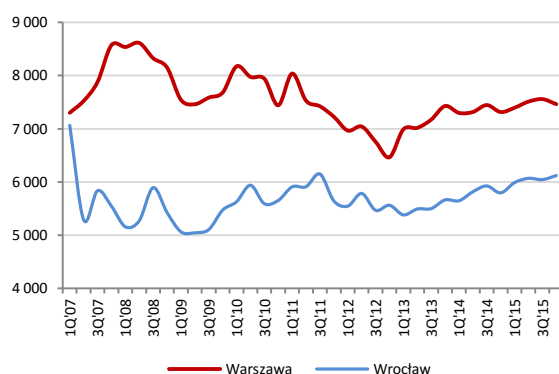
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 1Q'16 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.

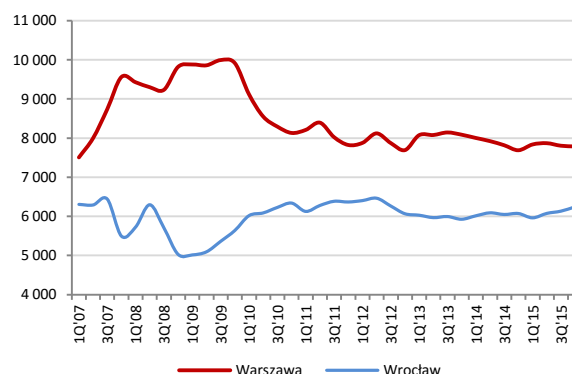
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmianom w 4Q'15 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie spadek wyniósł 1,3% q/q (+2,0% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,5 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

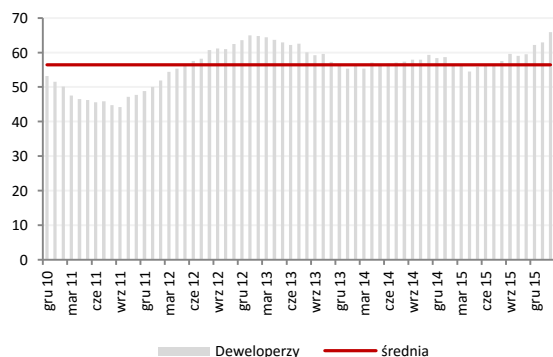
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

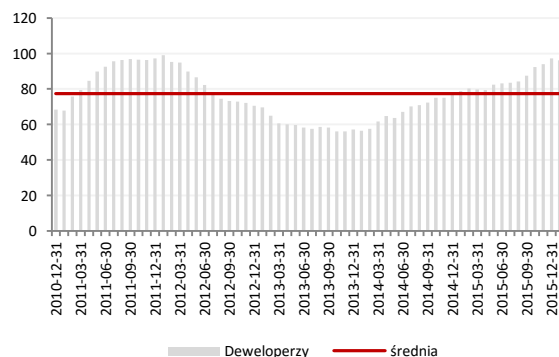
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozacęnym inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ponad 50% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 50%-owy poziom przekazań 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

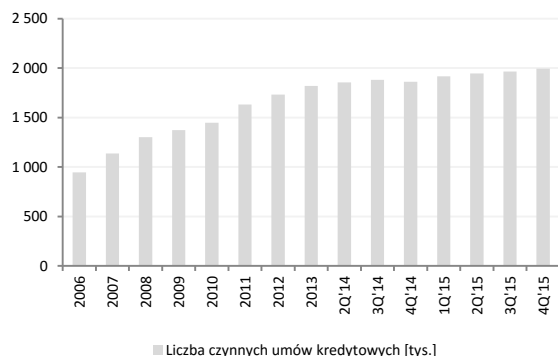
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

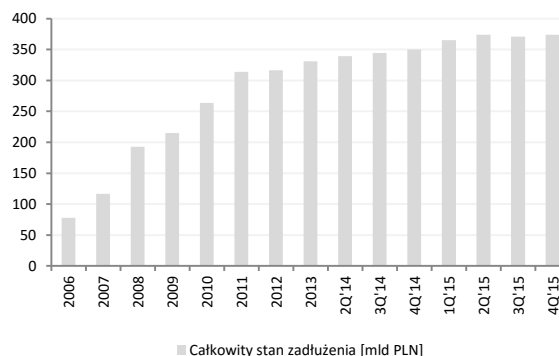
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM i Funduszu Mieszkań na Wynajem oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem części deweloperów koniunktura na 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 4Q'15 odnotowano lekki wzrost 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



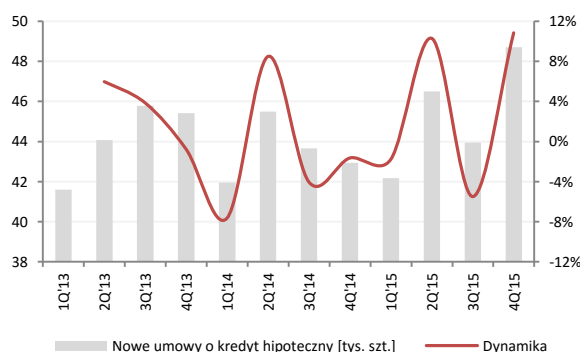
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



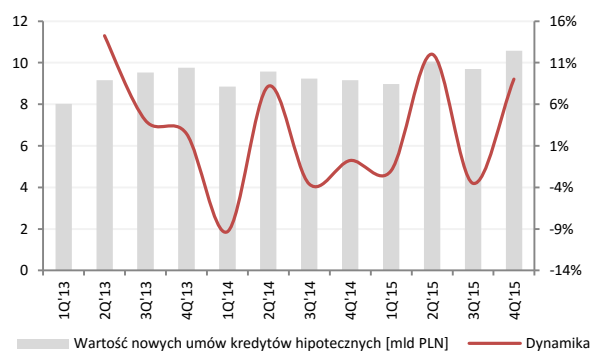
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



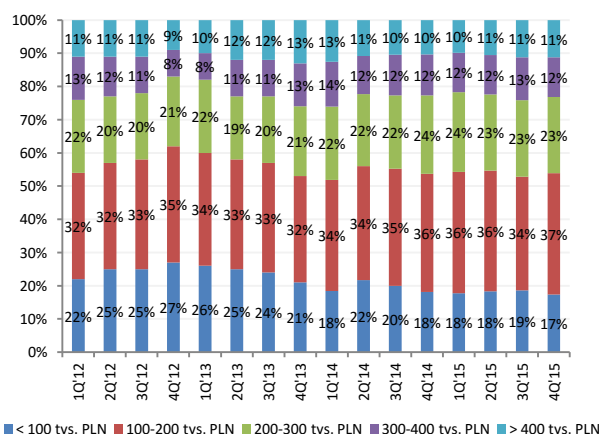
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



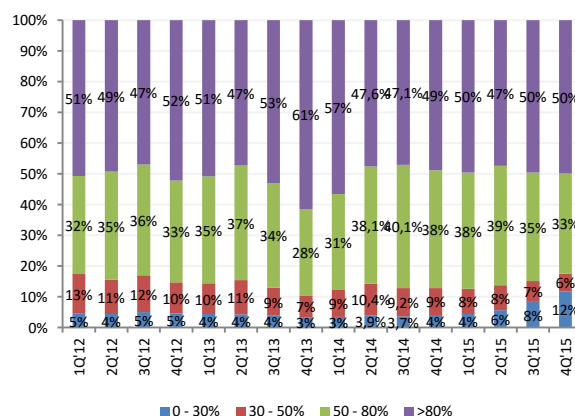
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



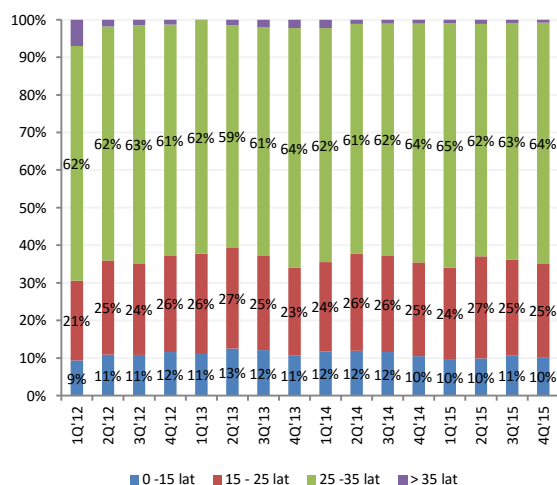
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



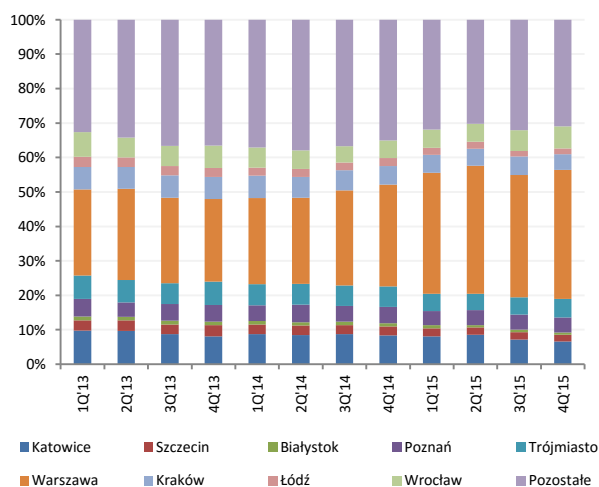
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



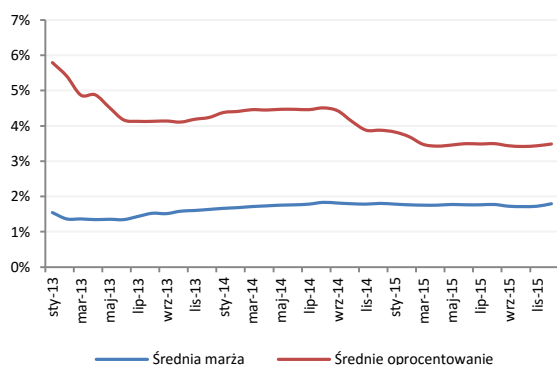
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



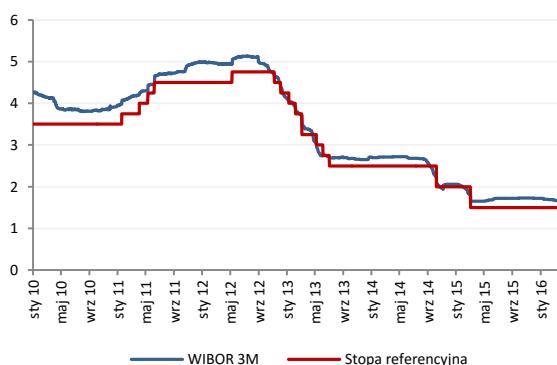
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

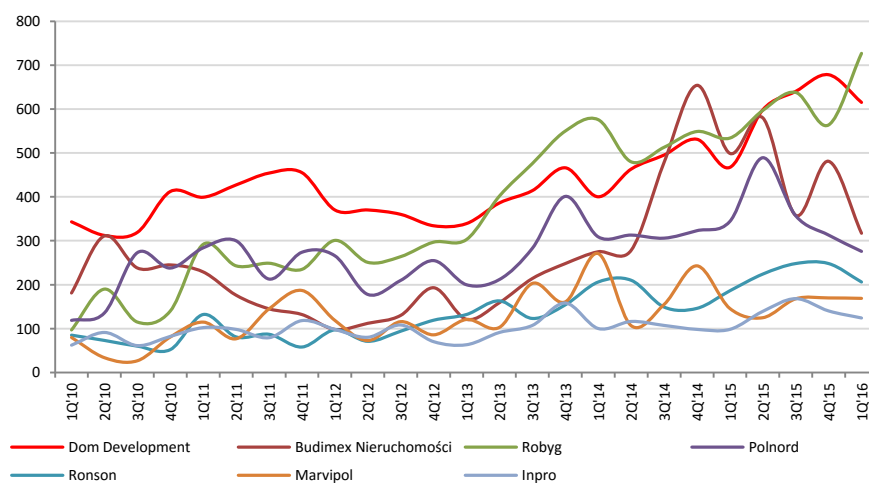
Korzystne otoczenie makro wyraźnie przekłada się na realizowaną sprzedaż mieszkań. łączny wolumen zakontraktowanych lokali przez 11 głównych deweloperów mieszkaniowych w 1Q'16 wyniósł blisko 4,0 tys. lokali, co implikuje wzrost o ponad 13% r/r. Najlepiej poradziły sobie Vantage (które odnotowało jednorazową transakcję z FMnW); +172% r/r) oraz Atal, który znalazł 509 nabywców na swoje mieszkania (niemal +62% r/r). Bardzo dobrze poradzi sobie liderzy branży. Pomimo wysokiej bazy z ubiegłego roku Robyg zakontraktował 727 lokali, co implikuje dynamikę na poziomie 36% r/r, natomiast Dom Development zwiększył sprzedaż do 615 mieszkań (+32% r/r). Na tle całego rynku najslabiej zaprezentował się Budimex (-36,5% r/r).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 1Q'16

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	zmiana 1Q'16/1Q'15	2013	2014	2015	zmiana 2016/2015
Dom Development	400	463	495	531	467	598	640	678	615	31,7%	1 605	1 889	2 383	26,2%
Budimex Nieruchomości	275	278	478	654	499	580	358	481	317	-36,5%	742	1 685	1 918	13,8%
Robyg	576	480	513	549	534	597	638	564	727	36,1%	1 731	2 118	2 333	10,2%
Polnord	309	313	306	323	344	489	357	313	276	-19,8%	1 096	1 251	1 190	-4,9%
JWC (brutto)	248	248	311	272	373	352	466	378	343	-8,0%	941	1 079	1 569	45,4%
Ronson	206	210	149	146	186	224	248	248	206	10,8%	572	711	906	27,4%
Marvipol	271	107	155	243	146	125	168	170	169	15,8%	588	776	609	-21,5%
Atal	317	253	216	307	315	491	399	485	509	61,6%	573	1 093	1 690	54,6%
Inpro	100	116	107	98	98	139	168	140	124	26,5%	419	421	545	29,5%
Vantage	54	43	51	107	92	242	112	163	250	171,7%	51	255	609	138,8%
LC Corp	353	265	257	345	480	346	503	743	461	-4,0%	768	1 220	2 072	69,8%
RAZEM	3 109	2 776	3 038	3 575	3 534	4 183	4 057	4 050	3 997	13,1%	9 086	12 498	15 824	26,6%

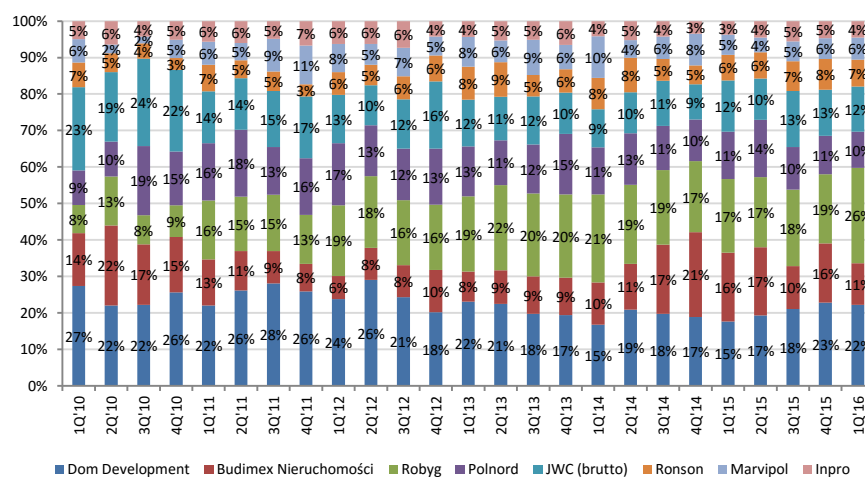
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



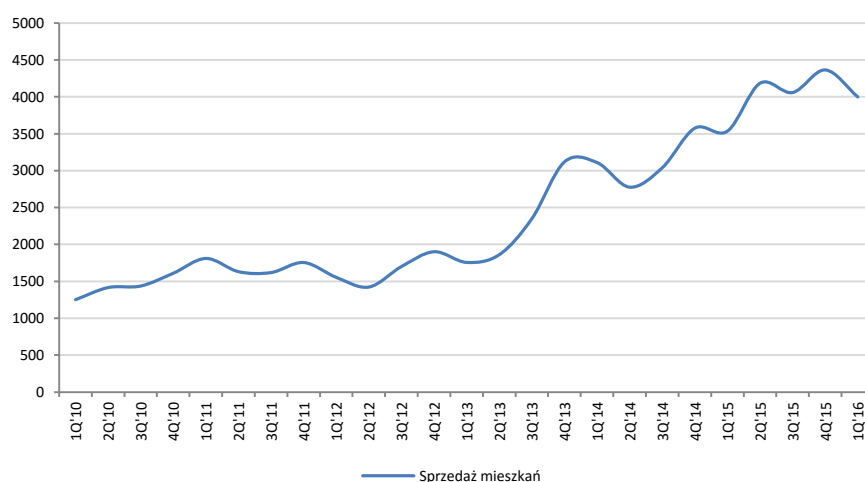
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	8,2	7,5	13,2	18,7	20,9	22,9	24,0	24,3	24,2	23,8	23,5	23,2	23,0	22,6
Wartości niematerialne i prawne	1,2	1,2	2,6	3,5	4,3	4,9	5,2	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,8
Rzeczowe aktywa trwałe	5,3	4,7	6,3	7,0	8,7	10,2	10,9	11,2	11,1	10,7	10,6	10,4	10,2	10,0
Długoterminowe należności	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Aktywa obrotowe	1751,5	1721,4	1593,1	1734,2	1819,6	1839,5	1761,6	1747,5	1751,7	1937,9	1943,4	1968,3	1990,0	2004,3
Zapasy	1305,6	1346,6	1231,5	1478,7	1540,2	1545,0	1492,7	1466,3	1499,4	1537,0	1578,6	1618,2	1653,5	1680,4
Należności z tyt. dostaw i usług	28,0	43,3	5,5	27,5	24,3	27,7	27,6	26,5	25,5	25,2	26,0	26,7	27,5	28,1
Pozostałe aktywa obrotowe	7,2	4,1	3,2	2,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Krótkoterminowe aktywa finansowe	234,8	5,2	34,5	3,7	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	175,9	322,3	318,3	221,6	233,1	244,8	219,4	232,7	204,8	353,6	316,8	301,3	287,1	273,8
Aktywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1840,5	1862,5	1785,6	1771,9	1775,9	1961,6	1966,8	1991,5	2013,0	2026,9
Kapitał (fundusz) własny	892,4	856,5	858,3	883,4	923,0	943,4	926,1	919,3	911,0	912,7	915,4	917,8	919,8	921,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	452,7	488,6	317,6	432,1	222,0	232,0	182,0	182,0	182,0	352,0	332,0	332,0	332,0	332,0
Kredyty i pożyczki długoterminowe	177,0	174,0	98,0	100,0	20,0	50,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	220,0	270,0	170,0	270,0	150,0	130,0	80,0	130,0	130,0	300,0	280,0	280,0	280,0	280,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	55,7	23,7	27,7	30,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	414,6	383,7	430,3	437,4	695,6	687,1	677,6	670,5	682,9	696,9	719,4	741,7	761,2	773,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	131,5	140,4	139,8	190,5	236,6	269,7	268,2	276,2	283,6	292,6	310,3	328,8	345,6	356,0
Zobowiązania oprocentowane - część krótkoterminowa	33,0	0,0	126,0	0,0	150,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Zobowiązania z tyt. odsetek od kredytów i obligacji	4,3	3,8	3,7	3,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Rozliczenia międzyokresowe	236,9	231,6	151,6	235,0	291,2	279,6	271,6	256,5	261,6	266,6	271,4	275,1	277,8	279,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,8	8,0	9,2	8,4	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Pasywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1840,5	1862,5	1785,6	1771,9	1775,9	1961,6	1966,8	1991,5	2013,0	2026,9

Rachunek zysków i strat [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody netto ze sprzedaży	851,4	676,4	784,3	904,2	1147,8	1191,0	1134,4	1100,2	1048,9	1078,8	1111,6	1142,9	1172,0	1199,2
Koszty produktów, towarów i materiałów	647,4	519,3	632,2	700,2	891,6	908,2	868,4	844,5	806,2	830,3	856,7	881,9	905,6	927,8
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	152,0	203,9	256,2	282,8	266,0	255,7	242,6	248,5	254,9	261,0	266,4	271,4
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	39,8	45,6	53,2	55,2	60,1	58,3	55,6	57,2	58,9	60,6	62,1	63,6
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,4	49,1	48,6	49,8	49,8	49,8	49,8	51,0	52,3	53,6	55,0	56,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	37,2	31,2	36,5	38,6	36,0	40,8	39,6	40,7	40,7	41,9	42,8	43,9	45,0	46,1
EBITDA	116,5	76,5	72,3	106,9	157,8	182,7	161,8	153,8	143,7	146,7	149,8	152,8	155,2	157,2
EBIT	113,5	73,3	69,0	102,5	152,8	177,0	155,2	146,8	136,4	139,5	142,9	145,9	148,5	150,6
Saldo działalności finansowej	0,0	-3,6	0,4	-1,8	-4,1	-3,1	-2,8	-2,6	-2,6	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8
Zysk (strata) brutto	113,5	69,7	69,4	100,6	148,7	173,9	152,4	144,1	133,9	136,0	139,3	142,3	144,8	146,8
Zysk (strata) netto	91,2	54,5	55,9	80,8	120,4	140,8	123,5	116,8	108,4	110,1	112,8	115,2	117,3	118,9

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mIn PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	125,6	-8,7	136,9	-40,0	149,0	159,8	173,1	144,2	96,0	93,9	100,0	104,0	107,5	110,2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-238,2	231,5	-36,6	23,1	-7,4	-7,8	-7,7	-7,4	-7,1	-6,7	-6,7	-6,6	-6,5	-6,3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-91,8	-76,5	-104,2	-79,7	-130,0	-140,4	-190,8	-123,5	-116,8	61,6	-130,1	-112,8	-115,2	-117,3
Przepływy pieniężne netto	-204,3	146,3	-3,9	-96,7	11,5	11,6	-25,4	13,3	-27,9	148,8	-36,9	-15,4	-14,2	-13,3
Środki pieniężne na początek okresu	380,2	175,9	322,3	318,3	221,6	233,1	244,8	219,4	232,7	204,8	353,6	316,8	301,3	287,1
Środki pieniężne na koniec okresu	175,9	322,3	318,3	221,6	233,1	244,8	219,4	232,7	204,8	353,6	316,8	301,3	287,1	273,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	45,7%	-20,6%	16,0%	15,3%	26,9%	3,8%	-4,8%	-3,0%	-4,7%	2,9%	3,0%	2,8%	2,5%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	10,3%	-34,4%	-5,5%	47,9%	47,7%	15,8%	-11,4%	-5,0%	-6,6%	2,1%	2,2%	2,0%	1,6%	1,3%
EBIT zmiana r/r	10,0%	-35,4%	-5,9%	48,5%	49,1%	15,8%	-12,3%	-5,4%	-7,0%	2,2%	2,4%	2,1%	1,8%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	11,1%	-40,2%	2,6%	44,4%	49,0%	17,0%	-12,3%	-5,4%	-7,1%	1,6%	2,4%	2,1%	1,7%	1,4%
Marża brutto na sprzedaży	24,0%	23,2%	19,4%	22,6%	22,3%	23,7%	23,5%	23,2%	23,1%	23,0%	22,9%	22,8%	22,7%	22,6%
Marża EBITDA	13,7%	11,3%	9,2%	11,8%	13,8%	15,3%	14,3%	14,0%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,2%	13,1%
Marża EBIT	13,3%	10,8%	8,8%	11,3%	13,3%	14,9%	13,7%	13,3%	13,0%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%
Marża brutto	13,3%	10,3%	8,9%	11,1%	13,0%	14,6%	13,4%	13,1%	12,8%	12,6%	12,5%	12,4%	12,4%	12,2%
Marża netto	10,7%	8,1%	7,1%	8,9%	10,5%	11,8%	10,9%	10,6%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%
ROE	10,2%	6,4%	6,5%	9,1%	13,0%	14,9%	13,3%	12,7%	11,9%	12,1%	12,3%	12,6%	12,7%	12,9%
ROA	5,2%	3,2%	3,5%	4,6%	6,5%	7,6%	6,9%	6,6%	6,1%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%
Dług	430,0	444,0	394,0	370,0	320,0	300,0	250,0	250,0	250,0	420,0	400,0	400,0	400,0	400,0
D/(D+E)	24,4%	25,7%	24,5%	21,1%	17,4%	16,1%	14,0%	14,1%	14,1%	21,4%	20,3%	20,1%	19,9%	19,7%
D/E	32,3%	34,6%	32,5%	26,8%	21,0%	19,2%	16,3%	16,4%	16,4%	27,2%	25,5%	25,1%	24,8%	24,6%
Odsetki / EBIT	6,0%	8,4%	7,6%	3,7%	3,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,7%	3,2%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%
Dług / Kapitał własny	48,2%	51,8%	45,9%	41,9%	34,7%	31,8%	27,0%	27,2%	27,4%	46,0%	43,7%	43,6%	43,5%	43,4%
Dług netto	254,1	121,8	75,7	148,4	86,9	55,2	30,6	17,3	45,2	66,4	83,2	98,7	112,9	126,2
Dług netto / Kapitał własny	28,5%	14,2%	8,8%	16,8%	9,4%	5,9%	3,3%	1,9%	5,0%	7,3%	9,1%	10,8%	12,3%	13,7%
Dług netto / EBITDA	218%	159%	105%	139%	55%	30%	19%	11%	31%	45%	56%	65%	73%	80%
Dług netto / EBIT	223,8%	166,0%	109,6%	144,8%	56,9%	31,2%	19,7%	11,8%	33,1%	47,6%	58,3%	67,6%	76,1%	83,8%
EV	1658,3	1526,0	1479,9	1552,6	1491,1	1459,5	1434,8	1421,5	1449,4	1470,6	1487,5	1502,9	1517,1	1530,5
Dług / EV	25,9%	29,1%	26,6%	23,8%	21,5%	20,6%	17,4%	17,6%	17,2%	28,6%	26,9%	26,6%	26,4%	26,1%
CAPEX / Przychody	-0,4%	-0,4%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%
CAPEX / Amortyzacja	121,6%	78,9%	192,5%	139,6%	148,7%	135,5%	115,4%	105,4%	98,1%	93,8%	95,9%	96,1%	96,3%	94,8%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	-7,8%	9,2%	-14,9%	3,8%	1,1%	3,8%	1,9%	-1,9%	-2,2%	-1,8%	-1,6%	-1,4%	-1,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,8%	-30,2%	-67,0%	112,5%	-18,0%	-30,6%	76,0%	59,7%	-38,4%	78,0%	60,4%	57,9%	56,8%	56,4%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MC/S	1,6	2,1	1,8	1,6	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
P/E	15,4	25,7	25,1	17,4	11,7	10,0	11,4	12,0	12,9	12,7	12,4	12,2	12,0	11,8
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
P/CE	5,3	3,7	3,8	4,6	4,0	3,6	4,1	4,0	4,5	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6
EV/EBITDA	14,2	20,0	20,5	14,5	9,4	8,0	8,9	9,2	10,1	10,0	9,9	9,8	9,8	9,7
EV/EBIT	14,6	20,8	21,4	15,2	9,8	8,2	9,2	9,7	10,6	10,5	10,4	10,3	10,2	10,2
EV/S	1,9	2,3	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
BVPS	36,0	34,6	34,6	35,7	37,3	38,1	37,4	37,1	36,8	36,8	37,0	37,1	37,1	37,2
EPS	3,68	2,20	2,26	3,26	4,86	5,68	4,98	4,71	4,38	4,45	4,55	4,65	4,73	4,80
CEPS	10,8	15,2	15,1	12,2	14,3	15,6	13,8	14,1	12,6	18,7	17,3	16,8	16,3	15,9
DPS	1,5	3,68	2,20	2,25	3,25	4,86	5,68	5,0	4,7	4,4	4,4	4,6	4,7	4,7
Dyield	2,6%	6,5%	3,9%	4,0%	5,7%	8,6%	10,0%	8,8%	8,3%	7,7%	7,8%	8,0%	8,2%	8,3%
Payout ratio	45,1%	99,8%	99,9%	99,6%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 56,69 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

Makler Papierów Wartościowych
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	58,3	Trzymaj	47,0	04.05.2016	56,7	47 102
Trzymaj	47,0	Redukuj	41,8	16.06.2015	50,5	53 962
Redukuj	41,8	redukuj	39,4	18.11.2014	46,9	53 199
Redukuj	39,4	---	---	04.08.2014	44,5	50 577

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	2	25%
Akumuluj	2	25%
Trzymaj	2	25%
Redukuj	2	25%
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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 portfelową 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 portfelową 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 04.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.05.2016 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 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 04.05.2016 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 zająć 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.