



Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 86,2 PLN

04 LIPCA 2017, 15:00 CEST

W minionych miesiicach akcje Dom Development zachowywały się lepiej od szerokiego rynku. Uważamy, że pozytywny sentyment do walorów spółki może się utrzymywać również w kolejnych okresach. W bieżącym raporcie akcentujemy przede wszystkim spodziewane zwiększenie kontraktacji i przekazania w latach 2017-18 (w krótkim terminie liczymy na mocny odczyt za 2Q'17, który może okazać się lepszy od rekordowego 1Q'17). Oczekujemy kontynuacji wzrostowej ścieżki wynikowej na poziomie zysku netto, a tym samym wzmocnienia strumienia dywidend. Pozytywnie zapatrujemy się na akwizycję Euro Styl, który działa na silnym trójmiejskim rynku. Według naszych szacunków może ona „dołożyć” po 500-600 lokali kontraktowanych/przekazywanych rocznie w najbliższych latach i generować po ok. 35 mln PLN zysku netto (również przeznaczanego na dywidendy). Wpływ akwizycji szacujemy na ok. 6,4 PLN/akcję, ale nie uwzględniamy jej jeszcze w prognozach wyników. In plus oceniamy również rozległy bank ziemi Dom Development, silny bilans i brak ekspozycji na MdM. Wsparciem dla rezultatów grupy jest także otoczenie makro. Dlatego też wydajemy zalecenie Akumuluj dla walorów spółki, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 86,2 PLN/akcję.

Harmonogram przekazania poszczególnych projektów sugeruje, że wzrost rezultatów finansowych powinien być widoczny już w 2Q'17. Oczekujemy, że deweloper odda klientom do użytku blisko 530 lokali, które powinny cechować się znacznie lepszą marżą niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Prognozujemy, że przychody Dom Development w minionym kwartale podniosły się do ok. 245 mln PLN, przy wzroście rentowności do 25,6%. EBITDA spółki powinna zwiększyć się do 40,7 mln PLN, a zysk netto do ok. 32 mln PLN.

W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że bez uwzględnienia Euro Styl Dom Development zakontraktuje ok. 3,2 tys. lokali oraz przekaże ok. 2,66 tys. mieszkań. Estymujemy, że przychody zwiększą się do 1,26 mld PLN, przy jednoczesnym wzroście marży brutto do poziomu 25,4% (+1,9 p.p. r/r), co finalnie mogłoby pozwolić na wygenerowanie ok. 220 mln PLN EBITDA i 173 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że w '18 Dom Development zwiększy sprzedaż do 3,3 tys. mieszkań i przekaże klientom ok. 3,0 tys. lokali. Tym samym zakładamy blisko 1,5 mld PLN przychodów i 214 mln PLN zysku netto, co przy zachowaniu dotychczasowej polityki dywidendowej stwarza pole do silnego wzrostu strumienia dywidend w perspektywie co najmniej 2 kolejnych lat.

W modelu nie uwzględniamy jeszcze wpływu akwizycji Euro Stylu na wyniki i bilans grupy (szczegółowy opis na stronie 12), jednak szacujemy, że w perspektywie najbliższych lat rynek gdański będzie „dokładał” po 500-600 mieszkań do wolumenów oraz ok. 35 mln PLN zysku netto. Samo wejście na tak dobrze funkcjonujący obszar poprzez lokalny, znany podmiot traktujemy jako pozytywny ruch ze strony Dom Development.

Wycena końcowa [PLN]	86,2
Potencjał do wzrostu / spadku	+13,3%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	76,1
Kapitalizacja [mln PLN]	1 883,8
Ilość akcji [mln. szt.]	24,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	76,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	52,41
Stopa zwrotu za 3 mc	+18,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	+36,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	+40,0%
Akcjonariat (% głosów):	
Dom Development B.V.	59,2%
Aviva OFE	7,1%
Jarosław Szanajca	6,2%
Grzegorz Kiępsz	5,2%
Pozostali	22,0%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

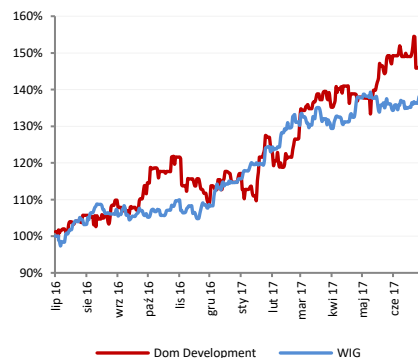
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]*	784,3	904,2	1153,0	1255,2	1454,3	1416,5
EBITDA [mln PLN]*	72,3	106,9	162,1	220,2	269,2	250,3
EBIT [mln PLN]*	69,0	102,5	156,6	214,6	263,4	243,8
Wynik netto [mln PLN]*	55,9	80,8	125,8	172,9	214,2	199,1
P/BV*	2,19	2,13	2,03	1,92	1,84	1,87
P/E*	33,7	23,3	15,0	10,9	8,8	9,5
EV/EBITDA*	27,1	19,0	11,4	7,9	6,1	6,8
EV/EBIT*	28,4	19,8	11,8	8,1	6,2	7,0
DPS*	2,20	2,25	3,25	5,05	6,98	8,65

*bez uwzględnienia wpływu akwizycji Euro Styl



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYCENA MNOŻNIKOWA EURO STYL.....	9
WYNIKI ZA 1Q'2017	11
PROGNOZA NA 2Q'17 I KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	16
OTOCZENIE RYNKOWE.....	17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Dom Development dokonaliśmy w oparciu o sumę części. W pierwszej fazie wyliczyliśmy wycenę „starego” Dom Development bazując na dwóch podejściach: metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 82,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 73,2 PLN (co finalnie sugeruje wartość 79,8 PLN). Następnie obliczyliśmy wartość Euro Styl w przeliczeniu na 1 akcję (zastosowane podejście sugeruje 7,4 PLN/walor). Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 160,0 mln PLN, czyli **86,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

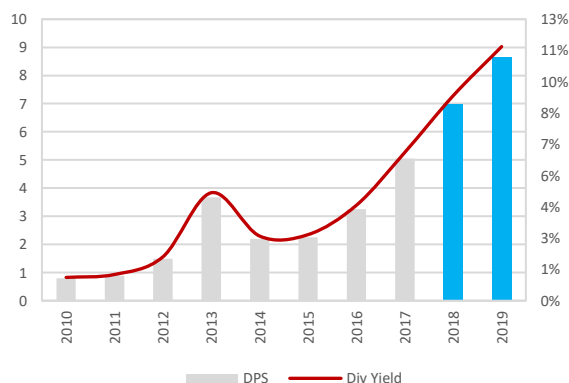
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	2 046,5	82,6
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą	1 812,7	73,2
C = (A*70%+30%*B)	Wycena Dom Development	1 976,3	79,8
D	Wycena Euro Styl	158,0	6,4
E = C + D	Wycena końcowa grupy	2 134,3	86,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

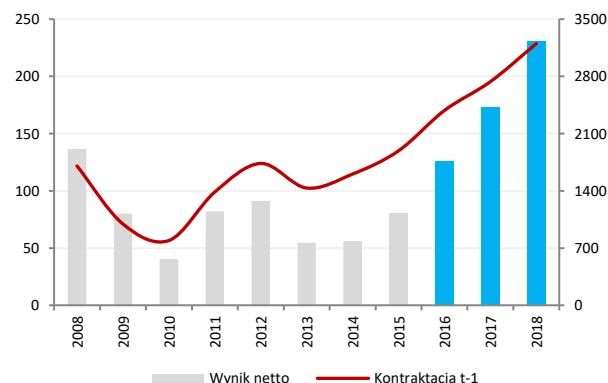
Harmonogram przekazania poszczególnych projektów sugeruje, że wzrost rezultatów finansowych powinien być widoczny już w 2Q'17. Oczekujemy, że deweloper odda klientom do użytku blisko 530 lokali, które powinny cechować się znacznie lepszą marżą niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Prognozujemy, że przychody Dom Development w minionym kwartale podniosły się do ok. 245 mln PLN, przy wzroście rentowności do 25,6%. EBITDA spółki powinna zwiększyć się do 40,7 mln PLN, a zysk netto do ok. 32 mln PLN. W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że „stary” Dom Development zakontraktuje ok. 3,2 tys. lokali oraz przekaże ok. 2,66 mieszkań. Estymujemy, że przychody zwiększą się do 1,26 mld PLN, przy jednoczesnym wzroście marży brutto do poziomu 25,4% (+1,9 p.p. r/r), co finalnie mogłoby pozwolić na wygenerowanie ok. 220 mln PLN EBITDA i 173 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że w '18 Dom Development zwiększy sprzedaż do 3,3 tys. mieszkań i przekaże klientom ok. 3,0 tys. lokali. Tym samym zakładamy blisko 1,5 mld PLN przychodów i 214 mln PLN zysku netto, co przy zachowaniu dotychczasowej polityki dywidendowej stwarza pole do silnego wzrostu strumienia dywidend w perspektywie co najmniej 2 kolejnych lat.

Podsumowując, uważamy, że kolejne kwartały 2017 i 2018 przyniosą dalsze wzrosty kontraktacji oraz przekazania, co powinno mieć pozytywny wpływ na prezentowane przez Dom Development wyniki. Oczekujemy, że w perspektywie 2017-18 spółka „organicznie” znajdzie nabywców na 3,2-3,3 tys. lokali oraz przekaże 2,65-3,0 tys. mieszkań. Estymujemy, że przełoży się to na zwiększenie zysku netto odpowiednio do 173 mln PLN i 214 mln PLN (bez uwzględnienia wyników Euro Styl). Przy utrzymaniu dotychczasowej polityki, oznacza to solidny wzrost strumienia dywidend (stopa dywidendy na poziomach 9-11%). Pozytywnie zapatrujemy się również na przeprowadzoną akwizycję na rynku gdańskim – oczekujemy, że w perspektywie 2-3 lat przełoży się to na zwiększenie wolumenów o 500-600 lokali rocznie i „dołoży” ok. 35 mln PLN (założenia konserwatywne). Spółce sprzyja także otoczenie makro (utrzymujące się niskie stopy procentowe, zrównoważony popyt), rozbudowany bank ziemi, silny bilans oraz brak ekspozycji na wygasający MdM. Mając na względzie wymienione czynniki, podnosimy cenę docelową do 86,2 PLN/akcję, wydając jednocześnie zalecenie Akumuluj.

Stopa dywidendy Dom Development*



Kontraktacja a wynik netto Dom Development*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *nie uwzględnia wpływu akwizycji Euro Styl

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:

- **W wycenie DCF nie uwzględniamy wpływu zakupu gdańskiego EuroStyl.** Według naszych szacunków nabycie podmiotu „dołożyłoby” po ok. 500-600 kontraktowanych/oddawanych lokali rocznie w perspektywie najbliższych lat. Wycenę Euro Styl prezentujemy na s. 9.
- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać blisko 2650 mieszkań w 2017 r. oraz ok. 3,2 tys. lokali w '18. W kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował w okolicy 2,5 tys. mieszkań w 2026 roku.
- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2017-18 odpowiednio po 3,2-3,3 tys. lokali, a w długim terminie poziom zostanie utrzymany na pułapie 2,5-2,6 tys. mieszkań. (podnosimy założenia względem poprzedniego raportu; dostrzegamy cały czas bardzo silny popyt; dodatkowo grupa nabywa grunty we Wrocławiu).
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2017-18) 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 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 24,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 04.07.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 2046,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 82,6 PLN.

Model DCF

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1255,2	1454,3	1416,5	1329,6	1178,8	1205,9	1226,6	1257,8	1287,0	1314,0
EBIT [mln PLN]	214,6	263,4	243,8	204,3	174,2	177,0	178,3	181,7	184,5	186,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	40,8	50,9	46,6	38,8	33,1	33,6	33,9	34,5	35,0	35,5
NOPLAT [mln PLN]	173,8	212,5	197,2	165,5	141,1	143,3	144,5	147,1	149,4	151,3
Amortyzacja [mln PLN]	5,6	5,8	6,5	6,9	7,0	6,6	6,1	5,8	5,5	5,2
CAPEX [mln PLN]	-6,3	-7,2	-7,4	-7,2	-6,1	-5,6	-5,4	-5,2	-4,9	-4,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	151,2	116,0	-75,5	57,9	-67,2	-30,1	-10,6	-4,9	-2,7	-2,0
FCF [mln PLN]	324,3	327,2	120,9	223,1	74,8	114,3	134,6	142,8	147,3	149,9
DFCF [mln PLN]	311,8	289,5	98,4	167,2	51,6	72,6	78,7	76,6	72,4	67,7
Suma DFCF [mln PLN]	1286,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1885,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	851,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2137,3									
Dług netto [mln PLN]	-34,3									
Dywidenda [mln PLN]	125,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2046,5									
Ilość akcji [tys.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	82,62									

Przychody zmiana r/r	8,9%	15,9%	-2,6%	-6,1%	-11,3%	2,3%	1,7%	2,5%	2,3%	2,1%
EBIT zmiana r/r	37,0%	22,7%	-7,4%	-16,2%	-14,7%	1,6%	0,8%	1,9%	1,5%	1,3%
FCF zmiana r/r	4,1%	0,9%	-63,1%	84,6%	-66,5%	52,7%	17,8%	6,1%	3,1%	1,8%
Marża EBITDA	17,5%	18,5%	17,7%	15,9%	15,4%	15,2%	15,0%	14,9%	14,8%	14,6%
Marża EBIT	17,1%	18,1%	17,2%	15,4%	14,8%	14,7%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%
Marża NOPLAT	13,8%	14,6%	13,9%	12,4%	12,0%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	113,2%	123,8%	113,5%	104,4%	87,2%	84,4%	87,9%	90,1%	89,6%	89,6%
Zmiana KO / Przychody	-12,0%	-8,0%	5,3%	-4,4%	5,7%	2,5%	0,9%	0,4%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-148,0%	-58,3%	-199,8%	66,5%	-44,6%	111,2%	51,5%	15,8%	9,4%	7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
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	89,88%	92,67%	92,53%	92,23%	92,11%	92,09%	92,18%	100,00%	100,00%	100,00%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,46%	4,44%	4,45%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Udział kapitału obcego	10,12%	7,33%	7,47%	7,77%	7,89%	7,91%	7,82%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC	8,54%	8,67%	8,66%	8,65%	8,64%	8,64%	8,64%	9,00%	9,00%	9,00%

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	79,1	82,4	86,5	91,7	98,5	107,8	121,2	142,2	180,1
	0,8	75,9	78,8	82,3	86,8	92,5	100,1	110,7	126,7	153,3
	0,9	72,9	75,5	78,6	82,4	87,2	93,5	102,1	114,6	134,1
	1,0	70,3	72,5	75,2	78,5	82,6	87,9	95,0	104,9	119,7
	1,1	67,8	69,8	72,1	75,0	78,6	83,0	88,9	96,9	108,5
	1,2	65,5	67,3	69,4	71,9	74,9	78,8	83,7	90,2	99,4
	1,3	63,4	65,0	66,8	69,0	71,7	75,0	79,1	84,6	92,0

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%	82,6	86,5	91,2	97,4	105,6	117,0	134,2	162,9	220,2
	4,00%	75,9	78,8	82,3	86,8	92,5	100,1	110,7	126,7	153,3
	5,00%	70,3	72,5	75,2	78,5	82,6	87,9	95,0	104,9	119,7
	6,00%	65,5	67,3	69,4	71,9	74,9	78,8	83,7	90,2	99,4
	7,00%	61,4	62,8	64,5	66,4	68,8	71,6	75,2	79,7	85,9
	8,00%	57,9	59,0	60,3	61,9	63,7	65,9	68,5	71,8	76,1
	9,00%	54,8	55,7	56,8	58,0	59,4	61,1	63,1	65,6	68,7

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%	114,8	111,0	107,5	104,5	101,7	99,2	96,9	94,7	92,8
	4,00%	101,8	98,1	94,9	92,0	89,5	87,2	85,1	83,3	81,6
	5,00%	91,6	88,2	85,2	82,6	80,3	78,3	76,5	74,8	73,4
	6,00%	83,4	80,2	77,5	75,2	73,2	71,4	69,8	68,3	67,0
	7,00%	76,6	73,7	71,3	69,2	67,4	65,8	64,4	63,1	62,0
	8,00%	70,9	68,3	66,1	64,2	62,6	61,2	60,0	58,9	57,9
	9,00%	66,0	63,7	61,7	60,0	58,6	57,4	56,3	55,3	54,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

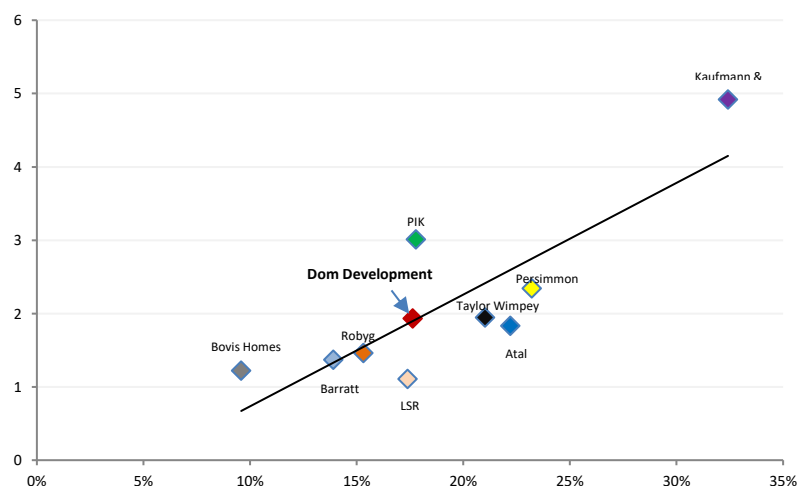
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Dom Development. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz 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 (bez uwzględnienia Euro Styl) sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **73,2 PLN**.

Wycena porównawcza dla Dom Development*

	P/E			P/BV		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Robyg	9,5	5,5	6,5	1,6	1,5	1,4
Atal	8,2	8,7	7,5	1,8	1,8	1,7
PIK	16,9	13,5	10,9	3,0	2,5	2,0
Kaufman & Broad	15,2	13,7	12,9	4,9	4,4	3,9
Persimmon	10,1	9,7	9,3	2,3	2,1	1,9
Taylor Wimpey	9,3	8,8	8,3	1,9	1,8	1,7
Bovis Homes	12,7	11,3	9,7	1,2	1,2	1,1
Barratt Developments	9,8	9,3	8,9	1,4	1,3	1,2
Berkeley Group	7,3	9,4	10,2	1,8	1,7	1,6
Mediana	9,8	9,4	9,3	1,8	1,8	1,7
Dom Development	10,9	8,8	9,5	1,92	1,84	1,87
Premia/dyskonto do grupy	10,8%	-6,2%	1,5%	4,2%	3,2%	12,2%
Wycena wg wskaźnika	68,63	81,10	74,90	72,98	73,69	67,78
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		74,88			71,48	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa		73,18				

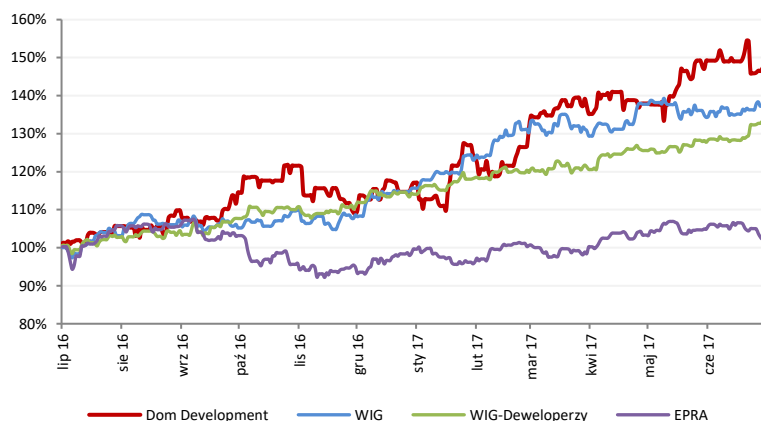
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *nie uwzględnia wpływu Euro Styl na wyniki grupy

Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2017



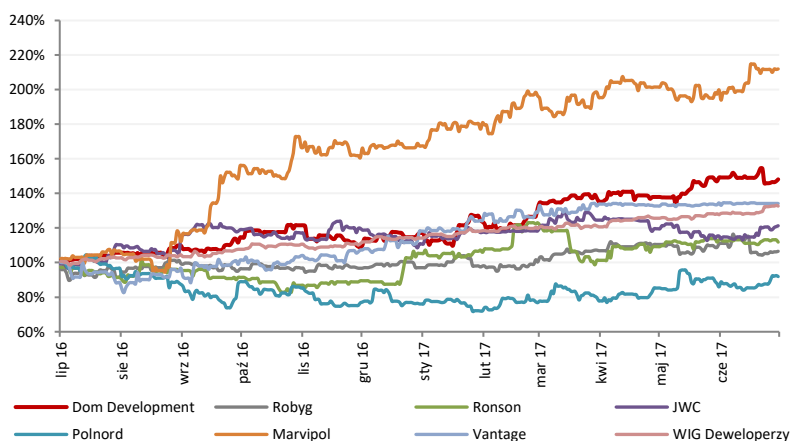
Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W perspektywie roku walory Dom Development radziły sobie lepiej niż szeroki rynek i indeks branżowy. Liczymy, że wraz ze spodziewanym wzrostem wyników, pozytywny sentyment do akcji spółki się utrzyma.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy wśród deweloperów najlepiej radziły sobie akcje Marvipolu (prowadzony jest spin-off segmentu moto) i Dom Development.

WYCENA MNOŻNIKOWA EURO STYL

Na początku roku Dom Development ogłosił, że rozpoczął negocjacje dot. nabycia 100% akcji Euro Styl od dotychczasowego właściciela (Forum IV FIZ). Spółka miała wyłączność negocjacyjną do końca czerwca br. Do podpisania finalnej umowy doszło 8 czerwca. Dom Development zapłacił za udziały w gdańskim podmiocie 260 mln PLN. W komunikacie opublikowanym przez spółkę wskazano, że warszawska grupa oczekuje, iż akwizycji przełoży się na ok. 15% wzrost przychodów oraz zysków. Zapowiedziano również, że dotychczasowa polityka dywidendowa (100% wypłacanego zysku netto) nie ulegnie zmianie. Szacujemy, że w ujęciu wolumenowym Euro Styl będzie w stanie kontraktować/przekazywać po ok. 500/600 mieszkań (założenia zarządu Dom Development są ambitniejsze; cel min. to >600 lokali), co powinno przełożyć się na ok. 35 mln PLN zysku netto (założenia konserwatywne).

Euro Styl dysponował 7 czerwca środkami pieniężnymi w wys. 81,4 mln PLN. Z zaprezentowanych danych wynika również, że obecna oferta na rynku trójmiejskim liczyła 406 lokali w 11 projektach, a bank ziemi pozwalał na budowę ok. 1,4 tys. mieszkań. W 1Q'17 Euro Styl zakontraktował 169 lokali (vs 128 szt. rok wcześniej). Dotychczasowi menedżerowie mają pozostać w spółce. Poniżej prezentujemy bieżące portfolio Euro Styl.

Projekty realizowane przez Euro Styl

Lp	Inwestycja	Lokalizacja	Stan projektu	Liczba lokali	Przekazania	Ceny od	Link
1	Os. Beauforta	Gdynia Radłowo	planowana	bd	bd	bd	https://www.eurostyl.com.pl/osiedlebeauforta.html
2	Apartamenty Gdańsk-Wrzeszcz	Gdańsk Wrzeszcz	w budowie	55	1Q'19	7,9-9,3	https://www.eurostyl.com.pl/scenaapartamenty.html
3	Idea	Gdańsk Oliwa	w budowie	bd	3Q/4Q'17	6,9-8,5	https://www.eurostyl.com.pl/idea.html
4	Spektrum	Gdańsk Przymorze	w budowie	bd	1Q'19	6,5-8,8	https://www.eurostyl.com.pl/spektrum.html
5	Impuls2	Gdańsk Zaspa	w budowie	201	2/3Q'18	6,0-7,4	https://www.eurostyl.com.pl/impuls.html
6	Brama Żuław	Pruszcz Gdański	w budowie	112	3Q'17/3Q'18/1Q'19	4,7-5,1	https://www.eurostyl.com.pl/bramazulaw.html
7	Os. Cytrusowe	Gdańsk Łostowice	w budowie	bd.	3Q'17, 4Q'17	4,4-4,7	https://www.eurostyl.com.pl/osiedlecytrusowe.html
8	Oliwa Park	Gdańsk Oliwa	gotowe	bd	2Q'17	bd	https://www.eurostyl.com.pl/osiedleoliwapark.html
9	Nowy Horyzont	Gdańsk Łostowice	w budowie	bd	3/4Q'18	4,3-5,0	https://www.eurostyl.com.pl/osiedlenowyhoryzont.html
10	Os. Viridis	Gdynia Karwiny	w budowie	132	3Q'17/3Q'18/1Q'19	5,9-7,4	https://www.eurostyl.com.pl/osiedleiridis.html
11	Centaurus Apartamenty	Olsztyn	planowana	172	4Q'19	5,9-10	https://www.eurostyl.com.pl/centaurus_apartamenty_olsztyn.html

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., www.eurostyl.com.pl

Wyceny Euro Styl dokonaliśmy metodą mnożnikową dla wskaźnika P/E na lata 2018-19. W naszych szacunkach przyjmujemy, że trójmiejski deweloper odda w tym okresie po ok. 500-600 lokali. Założenia uznajemy za dosyć konserwatywne i dostrzegamy pole do ich podniesienia. Z jednej strony przyjmujemy marżę brutto na poziomie ok. 30% (z wypowiedzi Dom Development można wnioskować, że na części projektów przekraczają 30%), a z drugiej zakładamy niższe wolumeny. Wycenę opieramy na medianie grupy porównawczej, do której odnosimy Dom Development. Tak otrzymaną wartość korygujemy o cenę nabycia udziałów Euro Styl (260 mln PLN) pomniejszoną o posiadane środki pieniężne (na 7 czerwca wynosiły ok. 81 mln PLN) i przeliczamy to na jedną akcję Dom Development. Szczegółowe założenia znajdują się w tabeli poniżej.

Wycena mnożnikowa Euro Styl

	2018	2019
Wynik netto	35,0	37,1
mnożnik	9,4x	9,3x
Wycena [mln PLN]	328,0	346,0
Waga roku	50%	50%
Wycena końcowa [mln PLN]	337,0	
Cena zakupu [mln PLN]	-260	
Gotówka [mln PLN]	81	
Wartość skor. [mln PLN]	158,0	
Liczba akcji [mln szt.]	24,8	
Wartość na 1 akcję [PLN]	6,4	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 niższe). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku. We Wrocławiu limit cenowy na 2Q'17 został podniesiony do poziomu 5,3 tys. PLN. Program MdM zostanie zakończony w '18, a efekty widać po bardzo szybkim wykorzystaniu limitów na przyszły rok. Uważamy, że podmioty z dużą ekspozycją inwestycji na MdM mogą być narażone na spadek realizowanych wolumenów.

▪ Konkurencja rynkowa

Większość deweloperów giełdowych skupia swoje działania na rynku warszawskim, którego obecna oferta wynosi ok. 20 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 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 2016 roku 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'2017

Rezultaty wypracowane przez dewelopera w 1Q'17 okazały się nieznacznie poniżej naszych oczekiwań, jak i konsensusu. Spółka oddała do zysku 230 lokali, co oznacza spadek o 36 sztuk r/r. Niższa była również średnia cena przekazywanego mieszkania, która wyniosła 491 tys. PLN (-10% r/r). Największy udział w strukturze przekazania miały Żoliborz Artystyczny (45 lokali) oraz Studio Mokotów (32 mieszkania). Mimo niższej średniej ceny, grupa osiągnęła marżę brutto nieco lepszą niż rok wcześniej (23%), przy jednoczesnym spadku przychodów do 113,0 mln PLN. Tym samym EBITDA obniżyła się do 0,5 mln PLN, a strata netto była bliska 1,0 mln PLN. Zwracamy uwagę, że standardowo harmonogram kończeniu budów Dom Development „kładzie nacisk” na 2H'17 i słabsze wyniki 1Q'17 należy traktować neutralnie.

Dom Development zanotował w 1Q'17 rekordową sprzedaż, kontraktując 806 mieszkań (+31% r/r). Rezultat odbieramy zdecydowanie pozytywnie, biorąc pod uwagę wysoką bazę z poprzedniego okresu. W ofercie spółki znajduje się obecnie 2,55 tys. lokali, z czego jedynie 9% jest już gotowa do użytku. W okresie styczeń-luty do oferty trafiły 3 projekty o łącznej liczbie 517 mieszkań.

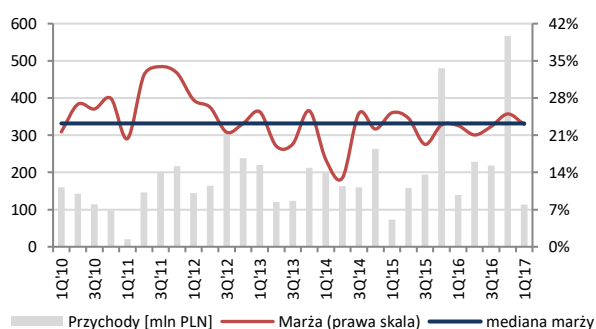
Bardzo pozytywnie oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 1Q'17 deweloper dysponował gotówką netto w kwocie blisko 115 mln PLN (nie uwzględniając środków zgromadzonych na rachunkach powierniczych). Posiadana baza gotówkowa umożliwiła Dom Development przeprowadzenie transakcji nabycia Euro Styl, działającego na rynku trójmiejskim (szerszy opis w osobnym rozdziale).

Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	odchylenie	1Q'17 kons.	odchylenie
Przychody	139,1	113,0	-18,7%	106,9	5,7%	111,9	1,0%
Wynik brutto	31,7	26,0	-18,0%	25,4	2,4%	-	-
EBITDA	8,6	0,5	-93,8%	3,6	-85,2%	-	-
EBIT	7,3	-1,0	-	2,2	-	-0,2	-
Wynik netto	5,1	-1,0	-	2,4	-	-0,6	-
Marża brutto	22,8%	23,0%		23,8%		-	
Marża EBITDA	6,2%	0,5%		3,4%		-	
Marża EBIT	5,3%	-		2,1%		-	
Marża netto	3,7%	-		2,2%		-	

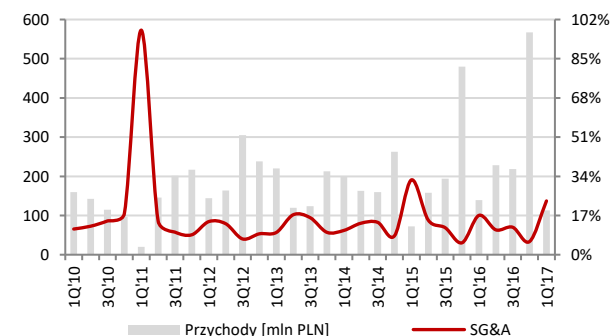
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



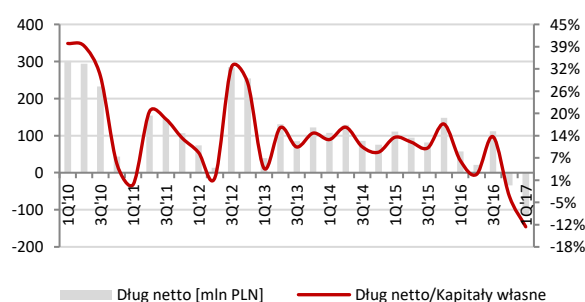
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



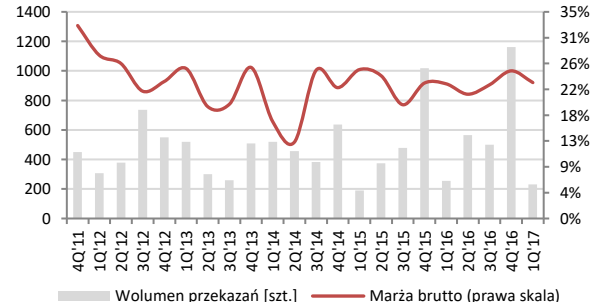
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazania



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Obecnie Dom Development realizuje ok. 25 projektów, które obejmują ponad 3,9 tys. lokali, z czego 172 mieszkania znajdują się we Wrocławiu. W przygotowaniu znajduje się natomiast 7,2 tys. mieszkań, w tym niemal 6,7 tys. w Warszawie (wpływ zakupu działek po lewej stronie Wisły). W 1Q'17 oferta spółki powiększyła się o 3 projekty (+517 lokali). W sprzedaży dostępnych jest 2,55 tys. mieszkań, z czego tylko 272 są już gotowe (9% oferty).

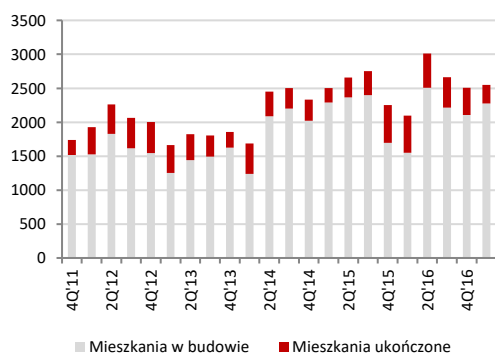
Projekty w realizacji/przygotowaniu

Projekt	Miasto	Lokale w realizacji	Lokale w przygotowaniu
Żoliborz Artystyczny	Warszawa	403	0
Premium	Warszawa	483	248
Os. Przyjaciół	Warszawa	95	0
Włodarzewska 30 (Nowosolipsowska)	Warszawa	123	0
Os. Pod Różami III	Warszawa	50	0
Przy Parku	Warszawa	0	46
Marina Mokotów	Warszawa	0	753
Apartamenty Mokotów nad Skarpą (Bukowińska II)	Warszawa	184	0
Bukowińska III	Warszawa	0	190
Cybernetyki	Warszawa	0	633
Taneczna	Warszawa	119	0
Ursynovia (Anody)	Warszawa	190	0
Sobieskiego	Warszawa	0	153
Regaty	Warszawa	0	217
Palladium (Akacje)	Warszawa	214	566
Klasyków	Warszawa	204	0
Kowalczyka	Warszawa	0	792
Moderna	Warszawa	554	187
Amsterdam (Samarytanka)	Warszawa	60	516
Wilno	Warszawa	549	1 316
Forma (Motorowa)	Warszawa	95	412
Saska III	Warszawa	359	0
Siennicka	Warszawa	0	533
Łącznie		3 682	6 562

Aura	Wrocław	172	0
Rybnicka	Wrocław	0	126
Łącznie		172	126

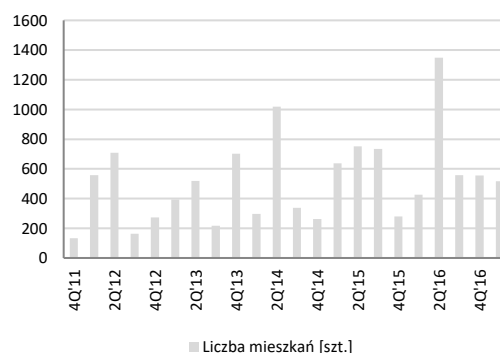
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inwestycje wprowadzone do realizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Okres 1Q'17 wypadł nieznacznie poniżej oczekiwań, jednak kolejne kwartały powinny przynieść poprawę wyników. Harmonogram przekazania poszczególnych projektów sugeruje, że wzrost rezultatów finansowych powinien być widoczny już w 2Q'17. Oczekujemy, że deweloper odda klientom do użytku blisko 530 lokali, które powinny cechować się znacznie lepszą marżą niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Prognozujemy, że przychody Dom Development w minionym kwartale podniosą się do ok. 245 mln PLN, przy wzroście rentowności do 25,6%. EBITDA spółki powinna zwiększyć się do 40,7 mln PLN, a zysk netto do ok. 32 mln PLN.

Standardowo najlepsza wynikowo będzie końcówka roku. Nie uwzględniając wpływu akwizycji Euro Styl, warszawski deweloper może oddać w 2H'17 aż 1,9 tys. mieszkań, z czego blisko 1,6 tys. w samym 4Q'17. W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że Dom Development zakontraktuje ok. 3,2 tys. lokali oraz przekaze do użytkowania ok. 2,66 mieszkań. Estymujemy, że przychody ze sprzedaży zwiększą się do 1,26 mld PLN, przy jednoczesnym wzroście marży brutto do poziomu 25,4% (+1,9 p.p. r/r). Oczekujemy, że pod kontrolą będą koszty SG&A, co finalnie mogłoby pozwolić na wygenerowanie ok. 220 mln PLN EBITDA i 173 mln PLN zysku netto. W naszej opinii jeszcze lepiej kształtuje się przyszły rok. Spodziewamy się, że Dom Development zwiększy przedsprzedaż do 3,3 tys. mieszkań (m.in. poprzez wejście na rynek wrocławski) i przekaze klientom ok. 3,0 tys. lokali. Tym samym zakładamy 1,5 mld PLN przychodów i 214 mln PLN zysku netto, co przy zachowaniu dotychczasowej polityki dywidendowej stwarza pole do silnego wzrostu strumienia dywidend w perspektywie co najmniej 2 kolejnych lat.

Zamieszczamy również tabelę z oczekiwanym wpływem akwizycji Euro Stylu na wyniki grupy (szczegółowy opis na stronie 9). Szacujemy, że w perspektywie najbliższych lat rynek gdański będzie „dokładał” po 500-600 mieszkań do wolumenów oraz ok. 35-40 mln PLN zysku netto. Samo wejście na tak dobrze funkcjonujący obszar poprzez lokalny, znany podmiot traktujemy jako pozytywny ruch ze strony Dom Development.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne; wyłącznie Dom Development)

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	139,1	228,7	218,2	567,1	113,0	244,6	151,4	746,1	784,3	904,2	1 153,0	1 255,2	1 454,3
Wynik brutto ze sprzedaży	31,7	48,1	49,4	141,8	26,0	62,6	37,8	192,0	152,0	203,9	271,1	318,5	379,0
SG&A	23,7	24,7	26,0	32,4	26,4	23,0	23,6	29,1	87,2	94,7	106,8	102,1	114,7
EBITDA	8,6	24,6	22,4	106,5	0,5	40,7	15,4	163,5	72,3	106,9	162,1	220,2	269,2
EBIT	7,3	23,2	21,0	105,0	-1,0	39,4	14,0	162,2	69,0	102,5	156,6	214,6	263,4
Wynik brutto	6,4	23,2	20,9	105,5	-1,0	39,5	14,7	160,5	69,4	100,6	155,9	213,8	264,5
Wynik netto	5,1	18,4	16,8	85,4	-1,0	32,0	11,9	130,0	55,9	80,8	125,8	172,9	214,2
Marża brutto ze sprzedaży	22,8%	21,1%	22,6%	25,0%	23,0%	25,6%	25,0%	25,7%	19,4%	22,6%	23,5%	25,4%	26,1%
Marża EBITDA	6,2%	10,7%	10,3%	18,8%	0,5%	16,6%	10,2%	21,9%	9,2%	11,8%	14,1%	17,5%	18,5%
Marża EBIT	5,3%	10,2%	9,6%	18,5%	-0,8%	16,1%	9,3%	21,7%	8,8%	11,3%	13,6%	17,1%	18,1%
Marża brutto	4,6%	10,1%	9,6%	18,6%	-0,9%	16,1%	9,7%	21,5%	8,9%	11,1%	13,5%	17,0%	18,2%
Marża netto	3,7%	8,1%	7,7%	15,1%	-0,9%	13,1%	7,9%	17,4%	7,1%	8,9%	10,9%	13,8%	14,7%
Liczba lokali sprzedanych	615	701	705	714	806	812	798	785	1889	2383	2735	3201	3 315
Liczba lokali przekazanych	256	564	500	1 162	230	531	301	1 594	1 955	2 062	2 482	2 656	2 990

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne uwzględniające Euro Styl)

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży	139,1	228,7	218,2	567,1	113,0	244,6	168,7	785,0	784,3	904,2	1 153,0	1 311,4	1 649,6
Wynik brutto ze sprzedaży	31,7	48,1	49,4	141,8	26,0	62,6	43,0	203,7	152,0	203,9	271,1	335,3	437,6
EBITDA	8,6	24,6	22,4	106,5	0,5	40,7	20,6	173,7	72,3	106,9	162,1	235,5	312,4
EBIT	7,3	23,2	21,0	105,0	-1,0	39,4	19,2	172,3	69,0	102,5	156,6	230,0	306,6
Wynik netto	5,1	18,4	16,8	85,4	-1,0	32,0	16,1	138,3	55,9	80,8	125,8	185,4	249,2
Marża brutto ze sprzedaży	22,8%	21,1%	22,6%	25,0%	23,0%	25,6%	25,5%	25,9%	19,4%	22,6%	23,5%	25,6%	26,5%
Marża EBITDA	6,2%	10,7%	10,3%	18,8%	0,5%	16,6%	12,2%	22,1%	9,2%	11,8%	14,1%	18,0%	18,9%
Marża EBIT	5,3%	10,2%	9,6%	18,5%	-	16,1%	11,4%	22,0%	8,8%	11,3%	13,6%	17,5%	18,6%
Marża netto	3,7%	8,1%	7,7%	15,1%	-	13,1%	9,5%	17,6%	7,1%	8,9%	10,9%	14,1%	15,1%
Liczba lokali sprzedanych	615	701	705	714	806	812	934	922	1 889	2 383	2 735	3 474	3 820
Liczba lokali przekazanych	256	564	500	1 162	230	531	355	1 716	1 955	2 062	2 482	2 832	3 530

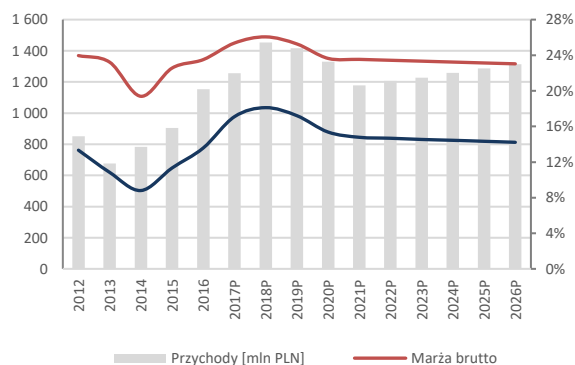
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza przychodów wg poszczególnych projektów w okresie 2Q'17-4Q'18*

Projekt	Liczba lokali ogółem	Przychody [mln PLN]						
		2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P
Saska II	379	17,7	0,0	21,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Regaty	144	10,0	8,5	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Pod różami (dawna Włodarzewska)	110	1,8	0,0	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 4	222	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Przyjaciół , etao 1/2	200	8,8	8,8	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 8	218	5,3	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Studio Mokotów (całkiem nowy)	329	12,3	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wille Lazurowa, etap 1	166	2,1	2,1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska nad Jeziorem, etap 3	236	14,2	7,9	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dom pod Zegarem	225	7,4	7,4	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Wilno II, etap 3	189	3,8	3,8	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 9	162	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Pod Różami, etap 3	47	0,0	0,0	21,6	3,8	0,0	0,0	0,0
Osiedle Moderna, etap 1	171	37,4	16,5	8,2	1,9	0,0	0,0	0,0
Osiedle Premium, etap 1	206	58,5	20,3	14,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Przyjaciół, etap 3	93	22,5	11,3	5,4	2,7	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Mokotów nad Skarpą, etap 1	183	30,4	57,4	30,4	5,4	0,0	0,0	0,0
Osiedle Premium, etap 2	237	0,0	0,0	63,1	32,6	7,4	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 5	117	0,0	0,0	45,6	5,5	2,3	0,0	0,0
Os. Moderna, etap 2	194	0,0	0,0	73,9	5,7	0,0	0,0	0,0
Os. Wille Taneczna	119	0,0	0,0	43,3	10,9	0,0	0,0	0,0
Ursynovia, etap 1	79	0,0	0,0	36,7	11,6	0,0	0,0	0,0
Ursynovia, etap 2	111	0,0	0,0	55,0	12,8	0,0	0,0	0,0
Saska III	359	0,0	0,0	118,7	35,1	24,3	15,6	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 6	137	0,0	0,0	43,3	16,0	3,2	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 7	140	0,0	0,0	52,4	11,4	0,0	0,0	0,0
Wilno III, etap 2	129	0,0	0,0	29,8	8,3	4,6	0,0	0,0
Wilno III, etap 3	111	0,0	0,0	34,8	2,0	0,0	0,0	0,0
Os. Premium, etap 3	134	0,0	0,0	0,0	0,0	55,9	17,6	5,3
Os. Moderna, etap 4	189	0,0	0,0	0,0	0,0	65,7	21,9	15,9
Os. Wilno VI, etap 1	300	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,5	20,3
Os. Forma, etap 1	89	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,8	10,9
Os. Premium, etap 5	113	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	54,5
Os. Cybernetyki 17	146	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,8
Os. Amsterdam, etap 2	314	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	101,1
Wille Lazurowa, etap 2	102	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,0
Apartamenty Mokotów, etap 2	190	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	99,0
Os. Premium, etap 4	248	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,6
RAZEM		244,2	151,4	746,0	165,7	163,3	145,4	432,4

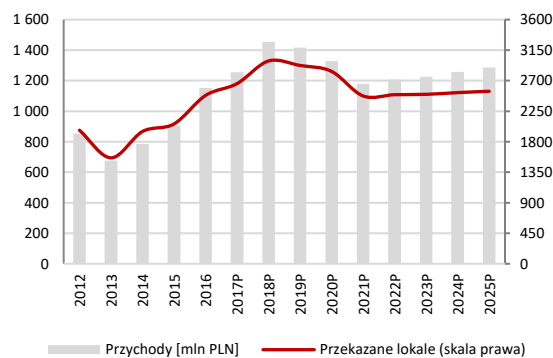
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *prezentujemy projekty, które już znajdują się w ofercie

Marże EBIT i netto



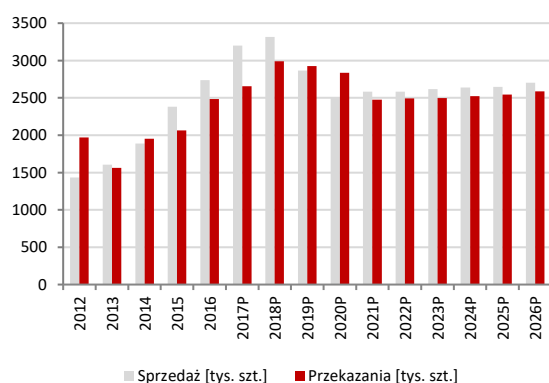
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



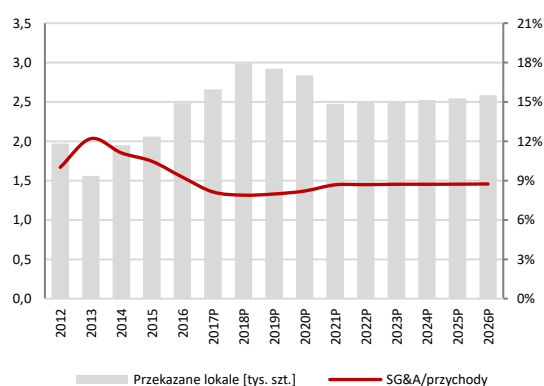
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrakcja vs przekazania lokali



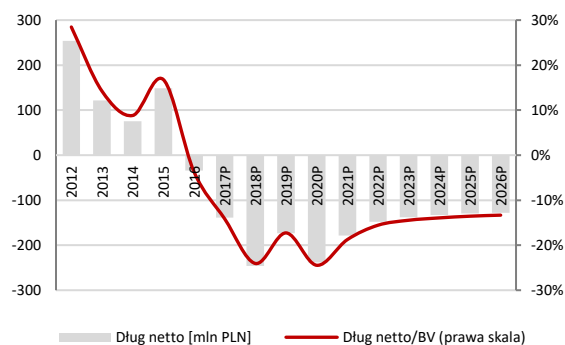
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 maja '16 zrewidowaliśmy harmonogram projektów oraz ich przekazania, co jest mocniej widoczne w przypadku wyników '18. W '17 oczekujemy 1,26 mld PLN przychodów (+5,4% wobec poprzedniego raportu), ok. 220,2 mln PLN EBITDA (+20,5%) i ok. 172,9 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba przekazanych mieszkań w '18 powinna pozwolić na osiągnięcie 1,45 mld PLN przychodów (+28%) oraz ok. 214,2 mln PLN wyniku netto. W modelu dalej przyjmujemy wypłatę dywidendy w wys. 100% zysku netto w latach 2017-18. Prognozy nie uwzględniają wpływu akwizycji Euro Styl.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z maja '16*

	2016 rap.	2016P BDM	odchylenie	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 153,0	1 147,8	0,5%	1 191,0	1 255,2	5,4%	1 134,4	1 454,3	28,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	271,1	256,2	5,8%	282,8	318,5	12,6%	266,0	379,0	42,5%
EBITDA	162,1	157,8	2,7%	182,7	220,2	20,5%	161,8	269,2	66,4%
EBIT	156,6	152,8	2,5%	177,0	214,6	21,3%	155,2	263,4	69,7%
Wynik netto	125,8	120,4	4,5%	140,8	172,9	22,8%	123,5	214,2	73,5%
marża brutto	23,5%	22,3%		23,7%	25,4%		23,4%	26,1%	
marża EBITDA	59,8%	13,7%		15,3%	17,5%		14,3%	18,5%	
marża EBIT	96,6%	13,3%		14,9%	17,1%		13,7%	18,1%	
marża netto	10,9%	10,5%		11,8%	13,8%		10,9%	14,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *nie uwzględniamy wpływu akwizycji Euro Styl

Porównanie prognoz BDM vs konsensus Bloomberg

	2017 BDM*	2017 kons.	odchylenie	2018 BDM*	2018 kons.	odchylenie
Przychody	1 255,2	1 296,0	-3,2%	1 454,3	1 420,0	2,4%
EBITDA	220,2	205,3	7,3%	269,2	241,8	11,3%
EBIT	214,6	216,0	-0,6%	263,4	214,3	22,9%
Wynik netto	172,9	174,2	-0,7%	214,2	194,8	10,0%
Dług netto	-138,6	-48,6	-	-245,8	-94,7	-

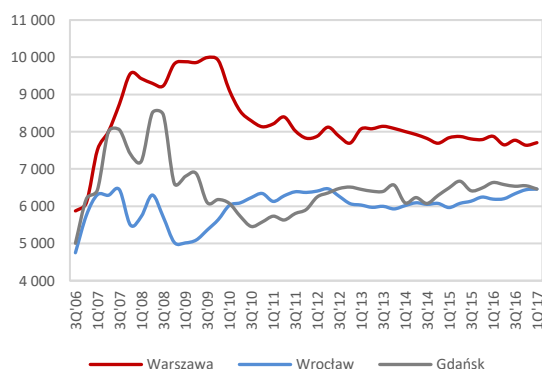
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *nie uwzględniamy wpływu akwizycji Euro Styl

OTOCZENIE RYNKOWE

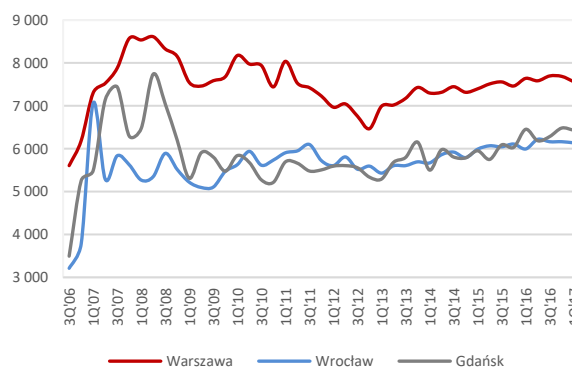
Z analiz REAS wynika, że 1Q'17 przyniósł kolejny rekord na krajowym rynku deweloperskim. W 6 największych aglomeracjach, kontraktacja wyniosła 18,6 tys. mieszkań, co oznacza wzrost r/r o niemal 30% oraz +3% Q/Q. Do oferty wprowadzonych zostało ok. 16,6 tys. lokali (w ostatnich 12 miesiącach ok. 67 tys. szt.), a łączny poziom oferty szacuje się na ponad 50 tys. jednostek. REAS podaje także, że wysoka przedsprzedaż przekłada się na niski odsetek gotowych lokali w bieżącej ofercie (obecnie jest to ok. 13%), a dodatkowo blisko 75% budowanych mieszkań, które zostaną przekazane w br. jest już wyprzedanych. REAS wskazuje na lekki spadek średniej ceny, który jest efektem wysokiego wykorzystania rządowego programu MdM (na przełomie stycznia/lutego wyczerpała się pula na '17, na rok '18 brakło środków już w kwietniu). Analitycy sygnalizują również, że coraz większy udział mają zakupy gotówkowe, a ponadto rośnie liczba transakcji pod dalszy wynajem. W ostatnim raporcie wskazują też na sprzyjające deweloperom niskie stopy procentowe, które mogą być utrzymane w dłuższej perspektywie, co niweluje negatywny wpływ rosnącego wkładu własnego, a także program „500+”, który zwiększa zamożność potencjalnych klientów.

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 1Q'17 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 0,9% q/q (-1,3% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,6 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Dom Development



Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Dom Development

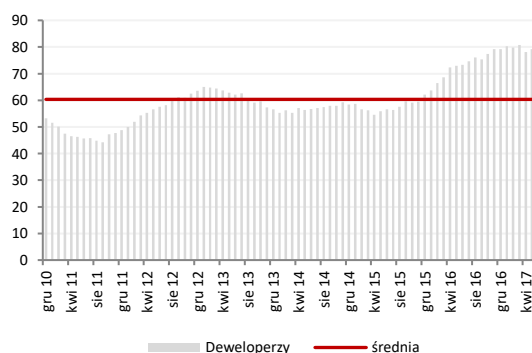


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

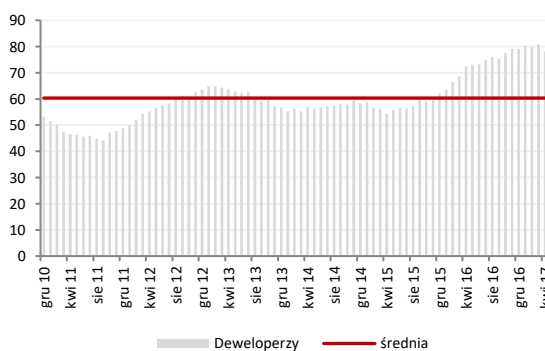
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

Według danych GUS w ostatnich miesiącach kontynuowane jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego i silnego popytu (spadający ciągle czas wyprzedzania oferty; w Warszawie są to już tylko 3 kwartały). Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętem 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 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.]



Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]

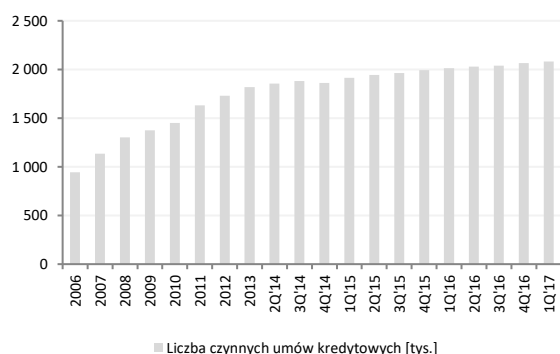


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

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

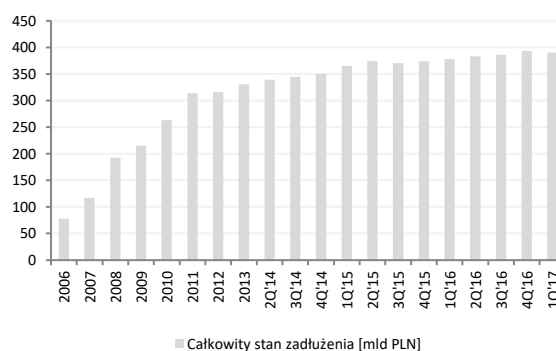
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, program MdM (który ma zakończyć się w przyszłym roku) oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem deweloperów koniunktura na polskim 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. Według danych ZBP w 1Q'17 utrzymało się średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów mieszkaniowych (przeciętne oprocentowanie wynosi 3,8%, a marża ok. 2,1%). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania. Warto też zwrócić uwagę na ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP, którzy sugerowali, że bieżące poziomy stóp procentowych będą utrzymane także w '18, a może także i w '19.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



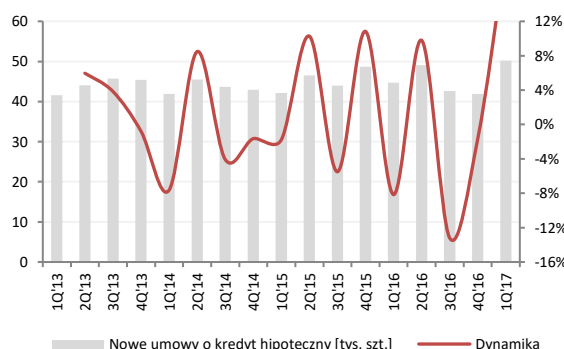
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



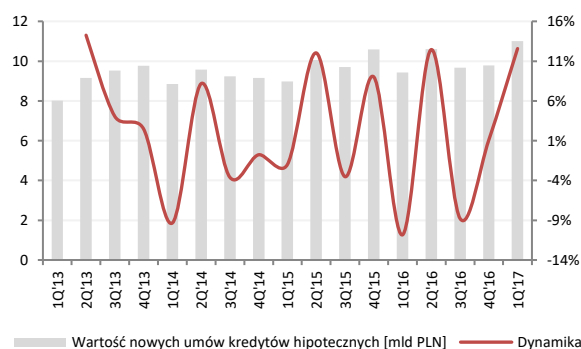
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



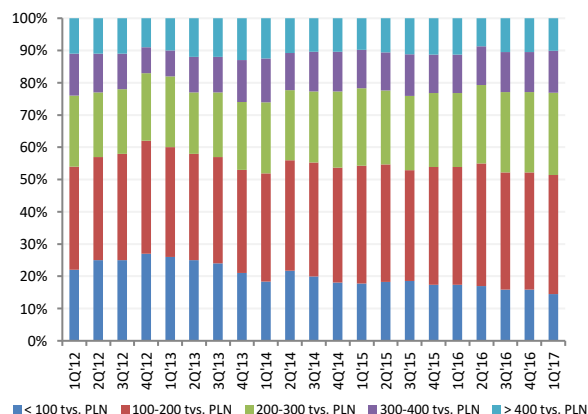
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



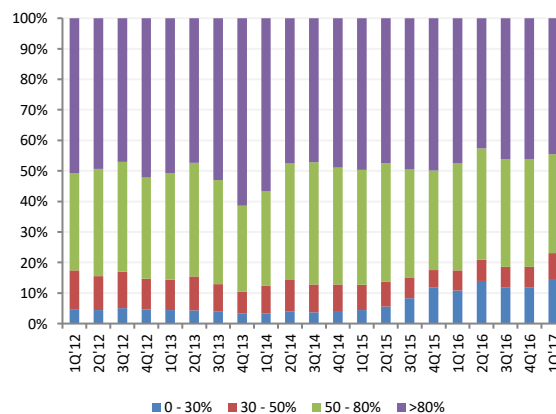
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



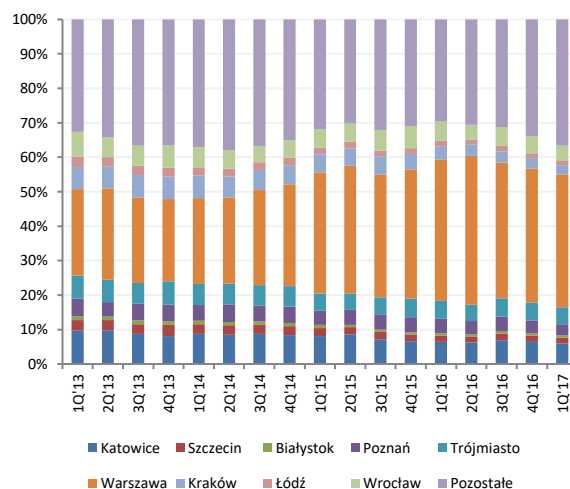
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



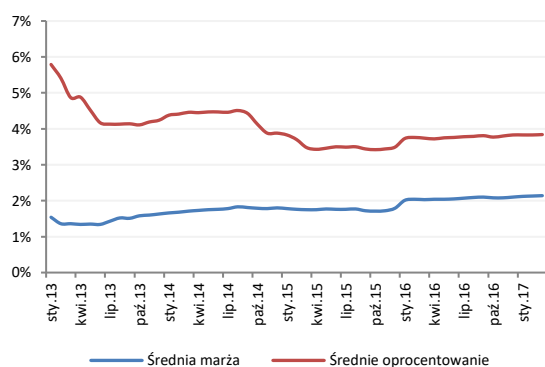
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



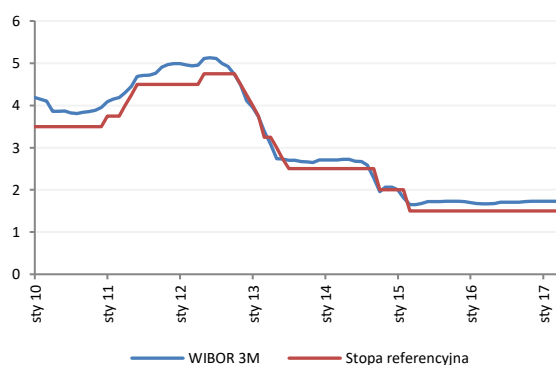
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

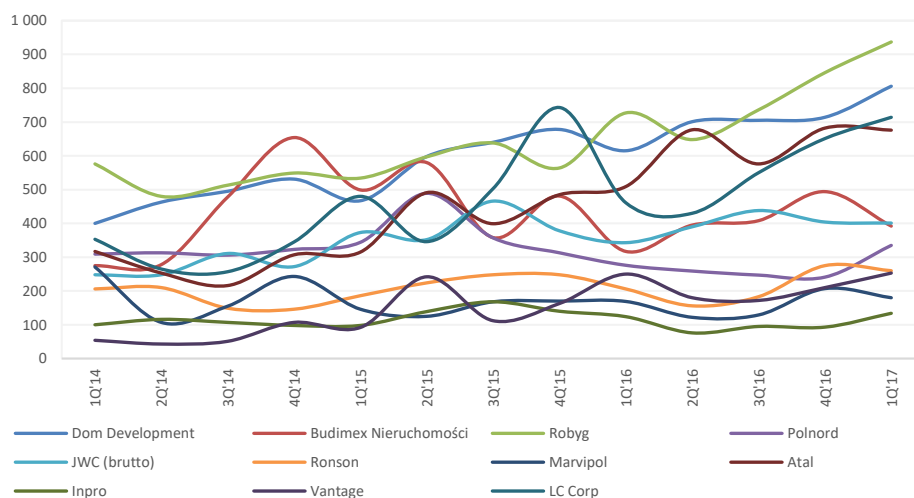
Korzystne otoczenie makro wyraźnie przekłada się na realizowaną sprzedaż mieszkań. łączny wolumen zakontraktowanych lokali przez 11 głównych deweloperów mieszkaniowych w 1Q'17 wyniósł blisko 5,1 tys. lokali, co implikuje wzrost o ponad 27% r/r. Najlepiej poradzili sobie liderzy branży. Robyg znalazł 937 nabywców (+29% r/r), Dom Development (806 lokali; +31% r/r), LC Corp (+714 mieszkań; +55%) oraz Atal (676 szt.; +24% r/r). Najstabilniej wypadł wrocławski Vantage (zwracamy uwagę, że w 1Q'16 doszło do jednorazowej transakcji z FMnW), gdańskie Inpro (+8% r/r) i Marvipol (+7% r/r; efekt ograniczonej oferty sprzedażowej).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 1Q'17

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	zmiana 1Q'17/1Q'16	2013	2014	2015	2016	zmiana 2016/2015
Dom Development	467	598	640	678	615	701	705	714	806	31,1%	1 605	1 889	2 383	2 735	26,2%
Budimex Nieruchomości	499	580	358	481	317	395	408	494	392	23,7%	742	1 685	1 918	1 614	13,8%
Robyg	534	597	638	564	727	648	736	846	937	28,9%	1 731	2 118	2 333	2 957	10,2%
Polnord	344	489	357	313	276	259	247	241	335	21,4%	1 096	1 251	1 503	1 023	-4,9%
JWC (brutto)	373	352	466	378	343	390	438	404	401	16,9%	941	1 079	1 569	1 575	45,4%
Ronson	186	224	248	248	206	156	183	275	260	26,2%	572	711	906	820	27,4%
Marvipol	146	125	168	170	169	122	129	207	180	6,5%	588	776	609	627	-21,5%
Atal	315	491	399	485	509	677	576	682	676	32,8%	573	1 093	1 690	2 444	54,6%
Inpro	98	139	168	140	124	76	95	93	134	8,1%	419	421	545	388	29,5%
Vantage	92	242	112	163	250	180	172	210	253	1,2%	51	255	609	812	138,8%
LC Corp	480	346	503	743	461	430	550	651	714	54,9%	768	1 220	2 072	2 092	69,8%
RAZEM	3 534	4 183	4 057	4 363	3 997	4 034	4 239	4 817	5 088	27,3%	9 086	12 498	16 137	17 087	26,6%

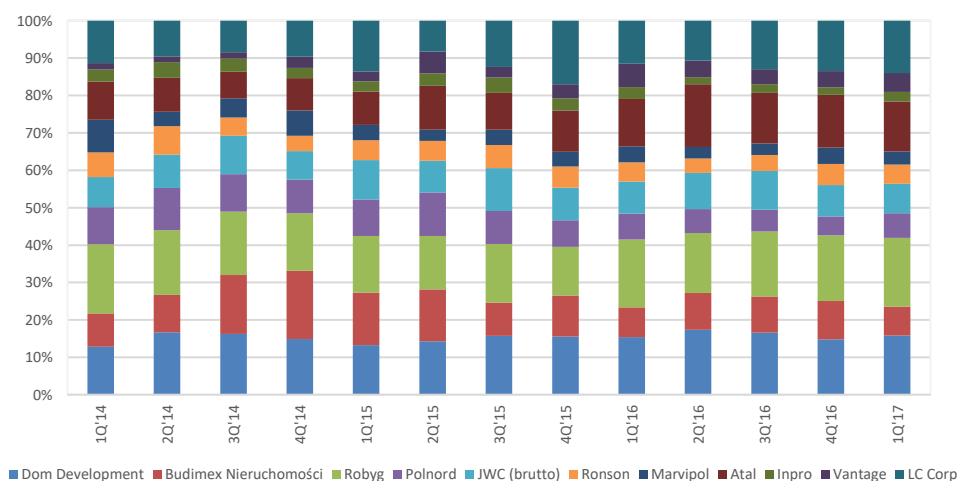
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



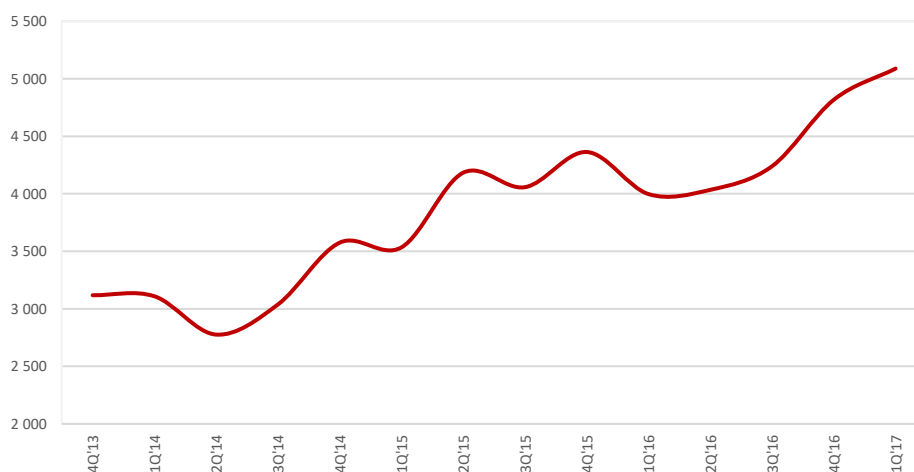
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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 [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	8,2	7,5	13,2	18,7	20,5	21,1	22,4	23,3	23,6	22,7	21,7	21,0	20,4	19,8	19,3
Wartości niematerialne i prawne	1,2	1,2	2,6	3,5	3,9	4,0	4,5	4,8	4,9	4,6	4,3	4,0	3,8	3,6	3,5
Rzeczowe aktywa trwałe	5,3	4,7	6,3	7,0	7,6	8,2	9,1	9,7	9,9	9,3	8,6	8,1	7,7	7,4	7,0
Długoterminowe należności	1,7	1,6	1,6	1,5	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	1734,2	1956,8	1956,1	2024,1	1985,7	1907,1	1878,1	1873,7	1897,3	1770,3	1785,2	1806,1
Zapasy	1305,6	1346,6	1231,5	1478,7	1507,6	1567,4	1577,0	1609,9	1467,3	1499,4	1525,6	1559,4	1586,7	1604,8	1627,4
Należności z tyt. dostaw i usług	28,0	43,3	5,5	27,5	9,3	10,3	11,6	12,3	11,7	10,7	10,2	10,4	10,6	10,9	11,1
Pozostałe aktywa obrotowe	7,2	4,1	3,2	2,7	2,8	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Krótkoterminowe aktywa finansowe	234,8	5,2	34,5	3,7	22,8	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	338,6	395,8	323,8	388,3	328,2	298,1	287,7	133,2	129,8	127,8
Aktywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1977,3	1977,1	2046,6	2009,0	1930,7	1900,8	1895,4	1918,2	1790,7	1805,0	1825,4
Kapitał (fundusz) własny	892,4	856,5	858,3	883,4	929,5	980,6	1021,9	1006,7	974,1	950,3	952,0	952,9	956,0	957,5	959,4
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	452,7	488,6	317,6	432,1	325,3	203,3	153,3	153,3	153,3	153,3	153,3	153,3	3,3	3,3	3,3
Kredyty i pożyczki długoterminowe	177,0	174,0	98,0	100,0	0,0	50,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	220,0	270,0	170,0	270,0	260,0	100,0	50,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-50,0	-50,0	-50,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	55,7	23,7	27,7	30,7	34,4	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	414,6	383,7	430,3	437,4	722,5	793,2	871,3	849,0	803,2	797,2	790,1	812,0	831,3	844,1	862,6
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	131,5	140,4	139,8	190,5	218,7	249,7	311,1	354,9	362,3	344,9	337,8	354,7	370,9	382,1	392,7
Zobowiązania oprocentowane - część krótkoterminowa	33,0	0,0	126,0	0,0	120,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Zobowiązania z tyt. odsetek od kredytów i obligacji	4,3	3,8	3,7	3,4	3,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Rozliczenia międzyokresowe	236,9	231,6	151,6	235,0	349,1	472,0	488,8	422,6	369,4	380,8	380,7	385,8	388,9	390,5	398,4
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,8	8,0	9,2	8,4	30,8	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9
Pasywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1977,3	1977,1	2046,6	2009,0	1930,7	1900,8	1895,4	1918,2	1790,7	1805,0	1825,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	851,4	676,4	784,3	904,2	1153,0	1255,2	1454,3	1416,5	1329,6	1178,8	1205,9	1226,6	1257,8	1287,0	1314,0
Koszty produktów, towarów i materiałów	647,4	519,3	632,2	700,2	881,9	936,7	1075,3	1058,6	1015,2	901,4	923,3	940,4	965,6	989,3	1011,4
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	152,0	203,9	271,1	318,5	379,0	357,9	314,4	277,4	282,6	286,2	292,2	297,7	302,7
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	39,8	45,6	47,4	54,0	65,4	63,7	59,8	53,0	54,3	55,2	56,6	57,9	59,1
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,4	49,1	59,4	48,1	49,3	49,3	49,3	49,3	50,5	51,8	53,1	54,4	55,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	37,2	31,2	36,5	38,6	48,6	34,5	39,6	37,2	39,2	39,8	41,1	42,0	43,1	44,2	45,4
EBITDA	116,5	76,5	72,3	106,9	162,1	220,2	269,2	250,3	211,2	181,3	183,6	184,5	187,4	190,0	192,1
EBIT	113,5	73,3	69,0	102,5	156,6	214,6	263,4	243,8	204,3	174,2	177,0	178,3	181,7	184,5	186,8
Saldo działalności finansowej	0,0	-3,6	0,4	-1,8	-0,7	-0,9	1,1	1,9	1,2	1,9	1,2	0,9	1,5	0,6	0,5
Zysk (strata) brutto	113,5	69,7	69,4	100,6	155,9	213,8	264,5	245,8	205,5	176,1	178,2	179,2	183,2	185,0	187,4
Zysk (strata) netto	91,2	54,5	55,9	80,8	125,8	172,9	214,2	199,1	166,5	142,6	144,3	145,2	148,4	149,9	151,8

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	125,6	-8,7	136,9	-40,0	265,2	235,8	287,2	149,7	270,7	112,6	118,1	139,3	145,9	149,8	152,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-238,2	231,5	-36,6	23,1	-6,0	-6,3	-7,2	-7,4	-7,2	-6,1	-5,6	-5,4	-5,2	-4,9	-4,7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-91,8	-76,5	-104,2	-79,7	-66,6	-305,2	-222,9	-214,2	-199,1	-166,5	-142,6	-144,3	-295,2	-148,4	-149,9
Przepływy pieniężne netto	-204,3	146,3	-3,9	-96,7	192,7	-75,7	57,2	-72,0	64,4	-60,0	-30,1	-10,4	-154,5	-3,5	-1,9
Środki pieniężne na początek okresu	380,2	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	338,6	395,8	323,8	388,3	328,2	298,1	287,7	133,2	129,8
Środki pieniężne na koniec okresu	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	338,6	395,8	323,8	388,3	328,2	298,1	287,7	133,2	129,8	127,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *nie uwzględniamy wpływu akwizycji Euro Styl

Wskaźniki rynkowe *

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-20,6%	16,0%	15,3%	27,5%	8,9%	15,9%	-2,6%	-6,1%	-11,3%	2,3%	1,7%	2,5%	2,3%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	-34,4%	-5,5%	47,9%	51,7%	35,9%	22,3%	-7,0%	-15,6%	-14,2%	1,3%	0,5%	1,6%	1,4%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-35,4%	-5,9%	48,5%	52,9%	37,0%	22,7%	-7,4%	-16,2%	-14,7%	1,6%	0,8%	1,9%	1,5%	1,3%
Zysk netto zmiana r/r	-40,2%	2,6%	44,4%	55,7%	37,5%	23,9%	-7,1%	-16,4%	-14,3%	1,2%	0,6%	2,2%	1,0%	1,3%
Marża brutto na sprzedaży	23,2%	19,4%	22,6%	23,5%	25,4%	26,1%	25,3%	23,6%	23,5%	23,4%	23,3%	23,2%	23,1%	23,0%
Marża EBITDA	11,3%	9,2%	11,8%	14,1%	17,5%	18,5%	17,7%	15,9%	15,4%	15,2%	15,0%	14,9%	14,8%	14,6%
Marża EBIT	10,8%	8,8%	11,3%	13,6%	17,1%	18,1%	17,2%	15,4%	14,8%	14,7%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%
Marża brutto	10,3%	8,9%	11,1%	13,5%	17,0%	18,2%	17,3%	15,5%	14,9%	14,8%	14,6%	14,6%	14,4%	14,3%
Marża netto	8,1%	7,1%	8,9%	10,9%	13,8%	14,7%	14,1%	12,5%	12,1%	12,0%	11,8%	11,8%	11,6%	11,5%
ROE	6,4%	6,5%	9,1%	13,5%	17,6%	21,0%	19,8%	17,1%	15,0%	15,2%	15,2%	15,5%	15,7%	15,8%
ROA	3,2%	3,5%	4,6%	6,4%	8,7%	10,5%	9,9%	8,6%	7,5%	7,6%	7,6%	8,3%	8,3%	8,3%
Dług	444,0	394,0	370,0	380,0	200,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	25,7%	24,5%	21,1%	19,2%	10,1%	7,3%	7,5%	7,8%	7,9%	7,9%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	34,6%	32,5%	26,8%	23,8%	11,3%	7,9%	8,1%	8,4%	8,6%	8,6%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	8,4%	7,6%	3,7%	2,0%	2,3%	1,1%	1,1%	1,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,1%	0,7%	0,7%
Dług / Kapitał własny	51,8%	45,9%	41,9%	40,9%	20,4%	14,7%	14,9%	15,4%	15,8%	15,8%	15,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	121,8	75,7	148,4	-34,3	-138,6	-245,8	-173,8	-238,3	-178,2	-148,1	-137,7	-133,2	-129,8	-127,8
Dług netto / Kapitał własny	14,2%	8,8%	16,8%	-3,7%	-14,1%	-24,1%	-17,3%	-24,5%	-18,8%	-15,6%	-14,5%	-13,9%	-13,6%	-13,3%
Dług netto / EBITDA	159%	105%	139%	-21%	-63%	-91%	-69%	-113%	-98%	-81%	-75%	-71%	-68%	-67%
Dług netto / EBIT	166,0%	109,6%	144,8%	-21,9%	-64,6%	-93,3%	-71,3%	-116,6%	-102,3%	-83,7%	-77,2%	-73,3%	-70,3%	-68,4%
EV	2005,5	1959,4	2032,1	1849,5	1745,1	1638,0	1709,9	1645,5	1705,5	1735,7	1746,1	1750,6	1754,0	1755,9
Dług / EV	22,1%	20,1%	18,2%	20,5%	11,5%	9,2%	8,8%	9,1%	8,8%	8,6%	8,6%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	-0,4%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
CAPEX / Amortyzacja	78,9%	192,5%	139,6%	117,1%	113,2%	123,8%	113,5%	104,4%	87,2%	84,4%	87,9%	90,1%	89,6%	89,6%
Amortyzacja / Przychody	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Przychody	-7,8%	9,2%	-14,9%	11,4%	7,4%	4,6%	-3,9%	7,3%	-3,1%	-2,7%	-1,0%	-0,7%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-30,2%	-67,0%	112,5%	-52,9%	-91,2%	-33,8%	-147,9%	112,0%	-24,6%	121,2%	58,2%	26,4%	19,0%	16,1%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	2,8	2,4	2,1	1,6	1,5	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4
P/E	34,5	33,7	23,3	15,0	10,9	8,8	9,5	11,3	13,2	13,1	13,0	12,7	12,6	12,4
P/BV	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
P/CE	5,0	5,0	6,2	3,5	3,7	3,1	3,6	3,4	4,0	4,3	4,4	6,7	6,7	6,7
EV/EBITDA	26,2	27,1	19,0	11,4	7,9	6,1	6,8	7,8	9,4	9,5	9,5	9,3	9,2	9,1
EV/EBIT	27,3	28,4	19,8	11,8	8,1	6,2	7,0	8,1	9,8	9,8	9,8	9,6	9,5	9,4
EV/S	3,0	2,5	2,2	1,6	1,4	1,1	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
BVPS	34,6	34,6	35,7	37,5	39,6	41,3	40,6	39,3	38,4	38,4	38,5	38,6	38,7	38,7
EPS	2,20	2,26	3,26	5,08	6,98	8,65	8,04	6,72	5,76	5,83	5,86	5,99	6,05	6,13
CEPS	15,2	15,1	12,2	21,8	20,7	24,6	21,1	22,4	19,0	17,9	17,5	11,4	11,3	11,3
DPS	3,68	2,20	2,25	3,25	5,05	6,98	8,6	8,0	6,7	5,8	5,8	5,9	6,0	6,1
Dyid	4,8%	2,9%	3,0%	4,3%	6,6%	9,2%	11,4%	10,6%	8,8%	7,6%	7,7%	7,7%	7,9%	8,0%
Payout ratio	99,8%	99,9%	99,6%	99,7%	99,5%	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 76,1 PLN; *nie uwzględniamy wpływu akwizycji Euro Styl

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	86,2	Trzymaj	58,3	04.07.2017	15:00 CEST	76,1	61 393
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'17:

Kupuj	7	32%
Akumuluj	8	36%
Trzymaj	1	5%
Redukuj	5	23%
Sprzedaj	1	5%

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 04.07.2017 roku 15:00 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.07.2017 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 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.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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 04.07.2017 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.