



Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 93,9 PLN

13 PAŹDZIERNIK 2017, 09:33 CEST

Minione miesiące były udane dla Dom Development. Spółka przejęła Euro Styl i weszła na atrakcyjny rynek trójmiejski, a dane operacyjne za 3Q'17 okazały się istotnie lepsze od naszych wcześniejszych oczekiwań (szczegółne wrażenie robi rekordowy odczyt kontraktacji). Liczymy, że również kolejne okresy przyniosą kontynuację wzrostów sprzedaży (spodziewamy się przekroczenia poziomu 4 tys. lokali w '18), co powinno się pozytywnie przełożyć na przekazania i tym samym na wyniki finansowe (w modelu przyjmujemy, że zysk netto w perspektywie 2017-19 będzie wynosił odpowiednio 184/248/245 mln PLN; nasze prognozy są powyżej bieżącego konsensusu) oraz generowane strumienie dywidend. Pozytywnie odnosimy się do akwizycji Euro Styl (szacujemy, że będzie odpowiadać za ok. 15% rezultatów grupy) i oczekujemy, że w '18 Dom Development pojawi się z większą ofertą we Wrocławiu (w naszej ocenie pozwoli to na stabilizację skali biznesu spółki w przypadku schłodzenia rynku). In plus odbieramy również rozległy bank ziemi, brak ekspozycji na MdM i silny bilans grupy. Wsparciem dla rezultatów dewelopera jest także otoczenie makro (niskie stopy procentowe i silny rynek pracy). Dlatego też podtrzymujemy zalecenie Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do poziomu 93,9 PLN/akcję.

Po słabszym początku roku, 2Q'17 przyniósł zdecydowaną poprawę wyników finansowych. Kontynuacji tych tendencji oczekujemy również w kolejnych okresach. Deweloper zaraportował, że zwiększył kontraktację do blisko 1,1 tys. mieszkań i przekazał 553 lokale, co jest rezultatem powyżej wcześniejszych zapowiedzi zarządu (efekt szybszego zakończenia prac w projekcie Osiedle Premium). Tym samym szacujemy, że Dom Development wypracował w 3Q'17 ok. 232 mln PLN przychodów, niemal 26 mln PLN EBITDA i niecałe 19 mln PLN zysku netto.

Standardowo najlepsza wynikowo będzie końcówka roku. W naszych projekcjach uwzględniamy rezultaty Euro Styl. Zakładamy, że w 4Q'17 spółka przekaże ok. 1,4 tys. mieszkań (w tym ok. 100 w Gdańsku), co w ujęciu całorocznym powinno dać ponad 2,8 tys. wydanych lokali. Odnosząc się do kontraktacji, prognozujemy ok. 3,8 tys. sprzedanych mieszkań (wpływ Euro Styl od 3Q'17). Estymujemy, że w '17 grupa wypracuje ponad 1,3 mld PLN przychodów, przy średniej marży 26,2% (+2,7 p.p. r/r). Spodziewamy się, że EBITDA wzrośnie do 234 mln PLN, a zysk netto do 183,5 mln PLN.

Z optymizmem zapatrujemy się również na perspektywę przyszłego roku. Liczymy, że dobra sytuacja na rynku mieszkaniowym dalej się utrzyma, co powinno przełożyć się na zwiększenie kontraktacji w '18 przez Dom Development do ok. 4 tys. lokali i wydanie blisko 3,3 tys. mieszkań. Szacujemy, że w '18 deweloper osiągnie 1,6 mld PLN przychodów i 248 mln PLN zysku netto, co przy obecnej polityce dywidendowej oznacza silny wzrost strumienia dywidend. W dłuższym terminie, wsparciem zarówno dla wyników, jak i osiąganych wolumenów, powinno być także wejście na rynek wrocławski (oczekujemy, że kilka projektów zostanie uruchomionych już w '18).

Wycena końcowa [PLN]	93,9
Potencjał do wzrostu / spadku	+14,7%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	81,9
Kapitalizacja [mln PLN]	2 028,7
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	+7,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	+14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	+44,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Dom Development B.V.	59,2%
Aviva OFE	7,1%
Jarosław Szanajca	6,2%
Grzegorz Kiełpsz	5,2%
Pozostali	22,0%

Adrian Górniak

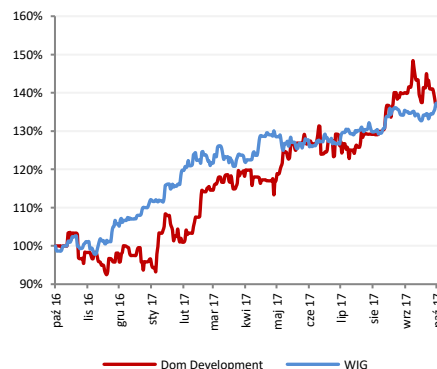
adrian.gorniak@bdm.pl

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	1324,8	1612,2	1671,0
EBITDA [mln PLN]	72,3	106,9	162,1	233,7	317,1	310,7
EBIT [mln PLN]	69,0	102,5	156,6	225,7	307,6	300,7
Wynik netto [mln PLN]	55,9	80,8	125,8	183,5	248,4	244,7
P/BV	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9	1,9
P/E	36,3	25,1	16,1	11,1	8,2	8,3
EV/EBITDA	29,1	20,4	12,3	8,3	5,9	6,6
EV/EBIT	30,5	21,2	12,7	8,6	6,0	6,9
DPS	2,2	2,3	3,3	5,1	7,4	10,0



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYNIKI ZA 2Q'2017.....	10
AKWIZYCJA EURO STYL.....	12
PROGNOZA NA 3Q'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 metodę DCF i analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 97,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 84,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 326,3 mln PLN, czyli **93,9 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

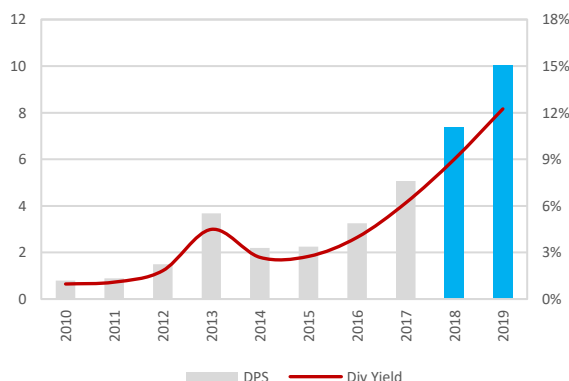
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	2 425,5	97,9
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą	2 095,0	84,6
C = (A*70%+30%*B)	Wycena Dom Development	2 326,3	93,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

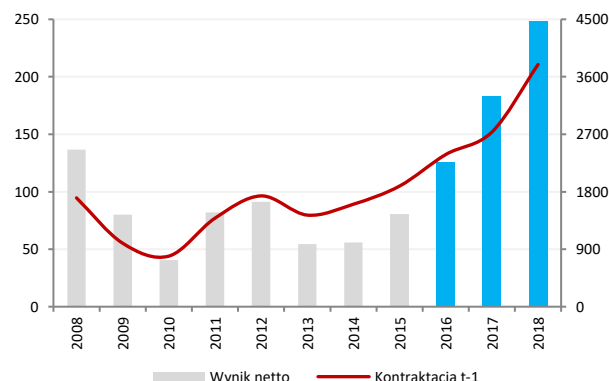
Po słabszym początku roku, 2Q'17 przyniósł zdecydowaną poprawę wyników finansowych. Kontynuacji tych tendencji oczekujemy również w kolejnych okresach. Deweloper zaraportował, że zwiększył kontraktację do blisko 1,1 tys. mieszkań (z czego 220 szt. osiągnął Euro Styl) i przekazał 553 lokale. Tym samym szacujemy, że Dom Development wypracował w 3Q'17 ok. 232 mln PLN przychodów, niemal 26 mln PLN EBITDA i niecałe 19 mln PLN zysku netto. W ujęciu całorocznym prognozujemy wydanie 2,8 tys. lokali i zakontraktowanie ok. 3,8 tys. mieszkań. Estymujemy, że w '17 grupa wypracuje ponad 1,3 mld PLN przychodów, przy średniej marży 26,2% (+2,7 p.p. r/r). Spodziewamy się, że EBITDA wzrośnie do 234 mln PLN, a zysk netto do 183,5 mln PLN. W '18 oczekujemy, że przedsprzedaż i przekazania zwiększą się do 4,0/3,3 tys. mieszkań, co powinno przełożyć się na dalszy silny wzrost zysku netto (do 248 mln PLN) i strumieni dywidend.

Podsumowując, pozytywnie zapatrujemy się na kolejne okresy i oczekujemy dalszych wzrostów kontraktacji i przekazania. Spodziewamy się, że w perspektywie 2017-18 Dom Development przedsprzeda odpowiednio 3,8/4,0 tys. mieszkań, co naszym zdaniem jest dobrym prognostykiem dla perspektyw wynikowych w okresie 2017-19 i strumieni dywidend (pomimo akwizycji Euro Styl za 260 mln PLN, deweloper podtrzymał dotychczasową politykę i zamierza wypłacać 100% wypracowywanego zysku netto). Szacujemy, że w '17 zysk netto podniesie się do 184 mln PLN, a w '18 do 248 mln PLN (podobnej wielkości oczekujemy także w '19; jest to założenie znacznie powyżej bieżącego konsensusu). Z optymizmem oceniamy wejście na rynek trójmiejski (w modelu przyjmujemy docelowe wolumeny na poziomie 600 kontraktowanych/przekazywanych lokali, jednak zwracamy uwagę, że zarząd stawia sobie znacznie ambitniejsze cele). Oczekujemy też, że już w '18 deweloper mocniej zaakcentuje swoją obecność we Wrocławiu, co przy ewentualnym schłodzeniu rynku podtrzymałoby skalę biznesu Dom Development. Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do 93,9 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Akumuluj.

Stopa dywidendy Dom Development



Kontraktacja a wynik netto Dom Development



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:

- **Względem poprzedniej rekomendacji zmieniamy podejście do wyceny i Euro Styl prezentujemy w modelu DCF (wcześniej podmiot wycenialiśmy odrębnie).** Przyjmujemy, że rynek gdański dołoży ok. 600 kontraktowanych/przekazanych lokali w skali roku w perspektywie kolejnych lat (więcej o akwizycji Euro Styl piszemy na s. 12).
- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać blisko 2840 mieszkań w 2017 r. oraz ok. 3,2 tys. lokali w '18 (z czego Euro Styl będzie odpowiadał odpowiednio za ok. 200/480 szt.). W dłuższym terminie podnosimy nasze oczekiwania, ze względu na obecność w Trójmieście oraz planowaną ekspansję we Wrocławiu. Tym samym zakładamy, że w kolejnych latach poziom sprzedaży notarialnej będzie oscylował w okolicy 3,8 tys. mieszkań w 2026 roku.
- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2017-18 odpowiednio po 3,8-4,1 tys. lokali (założenia podnosimy również w długim terminie; 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 13.10.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 2425,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 97,9 PLN.

Model DCF

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 324,8	1 612,2	1 671,0	1 549,2	1 631,4	1 708,3	1 778,2	1 840,0	1 890,5	1 926,5
EBIT [mln PLN]	225,7	307,6	300,7	248,0	255,0	265,1	273,4	279,8	283,7	284,8
Stopa podatkowa	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Podatek od EBIT [mln PLN]	42,9	58,4	57,1	47,1	48,4	50,4	51,9	53,2	53,9	54,1
NOPLAT [mln PLN]	182,8	249,2	243,6	200,9	206,5	214,7	221,4	226,6	229,8	230,7
Amortyzacja [mln PLN]	8,0	9,4	10,0	9,7	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8	8,6
CAPEX [mln PLN]	-7,5	-9,5	-9,5	-9,4	-8,7	-8,8	-8,7	-8,7	-8,3	-8,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	114,5	91,7	-214,4	-157,2	-70,1	-28,5	-18,0	-18,1	-17,0	-18,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-197,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	100,2	340,8	29,7	43,9	137,1	186,6	203,7	208,7	213,2	213,0
DFCF [mln PLN]	98,4	307,4	24,7	33,6	96,7	121,5	122,5	115,9	109,3	100,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 130,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 929,6			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 386,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 516,7									
Dług netto [mln PLN]	-34,3									
Dywidenda [mln PLN]	125,6									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 425,5									
Ilość akcji [tys.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	97,9									

Przychody zmiana r/r	14,9%	21,7%	3,6%	-7,3%	5,3%	4,7%	4,1%	3,5%	2,7%	1,9%
EBIT zmiana r/r	44,1%	36,3%	-2,2%	-17,5%	2,8%	3,9%	3,1%	2,3%	1,4%	0,4%
FCF zmiana r/r	-67,8%	240,2%	-91,3%	47,8%	212,1%	36,0%	9,2%	2,4%	2,2%	-0,1%
Marża EBITDA	17,6%	19,7%	18,6%	16,6%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,2%
Marża EBIT	17,0%	19,1%	18,0%	16,0%	15,6%	15,5%	15,4%	15,2%	15,0%	14,8%
Marża NOPLAT	13,8%	15,5%	14,6%	13,0%	12,7%	12,6%	12,5%	12,3%	12,2%	12,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	93,0%	100,6%	94,6%	97,1%	93,0%	96,1%	97,4%	97,7%	95,0%	93,6%
Zmiana KO / Przychody	-8,6%	-5,7%	12,8%	10,1%	4,3%	1,7%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-66,7%	-31,9%	364,7%	-129,0%	85,2%	37,1%	25,7%	29,4%	33,7%	50,7%

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	91,37%	97,87%	93,65%	89,42%	86,01%	84,61%	84,83%	84,99%	85,10%	85,14%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Udział kapitału obcego	8,63%	2,13%	6,35%	10,58%	13,99%	15,39%	15,17%	15,01%	14,90%	14,86%
WACC	8,61%	8,90%	8,71%	8,52%	8,36%	8,30%	8,31%	8,32%	8,32%	8,32%

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	88,5	93,8	100,5	109,1	120,5	136,4	160,2	199,6	277,6
	0,8	84,2	89,0	94,8	102,2	112,0	125,2	144,4	174,7	229,4
	0,9	80,3	84,5	89,7	96,2	104,5	115,7	131,4	155,2	195,4
	1,0	76,7	80,5	85,0	90,7	97,9	107,4	120,5	139,5	170,1
	1,1	73,4	76,8	80,8	85,8	92,1	100,2	111,2	126,7	150,6
	1,2	70,3	73,4	77,0	81,4	86,9	93,9	103,1	116,0	135,0
	1,3	67,5	70,2	73,4	77,4	82,2	88,3	96,2	106,9	122,4

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%	93,1	99,2	106,8	116,8	130,3	149,7	179,7	232,7	351,0
	4,00%	84,2	89,0	94,8	102,2	112,0	125,2	144,4	174,7	229,4
	5,00%	76,7	80,5	85,0	90,7	97,9	107,4	120,5	139,5	170,1
	6,00%	70,3	73,4	77,0	81,4	86,9	93,9	103,1	116,0	135,0
	7,00%	64,8	67,3	70,2	73,7	77,9	83,2	90,1	99,2	111,9
	8,00%	60,1	62,1	64,4	67,2	70,6	74,7	79,8	86,5	95,4
	9,00%	55,9	57,6	59,5	61,8	64,4	67,7	71,6	76,7	83,1

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%	143,1	137,9	133,1	128,8	124,8	121,2	117,9	114,8	112,0
	4,00%	125,4	120,1	115,5	111,4	107,6	104,2	101,2	98,4	95,8
	5,00%	111,1	106,2	101,8	97,9	94,5	91,4	88,6	86,1	83,8
	6,00%	99,5	94,8	90,8	87,2	84,1	81,3	78,8	76,6	74,6
	7,00%	89,8	85,5	81,8	78,5	75,7	73,2	71,0	69,0	67,2
	8,00%	81,7	77,7	74,2	71,3	68,8	66,5	64,5	62,7	61,1
	9,00%	74,7	71,0	67,9	65,2	62,9	60,9	59,1	57,5	56,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

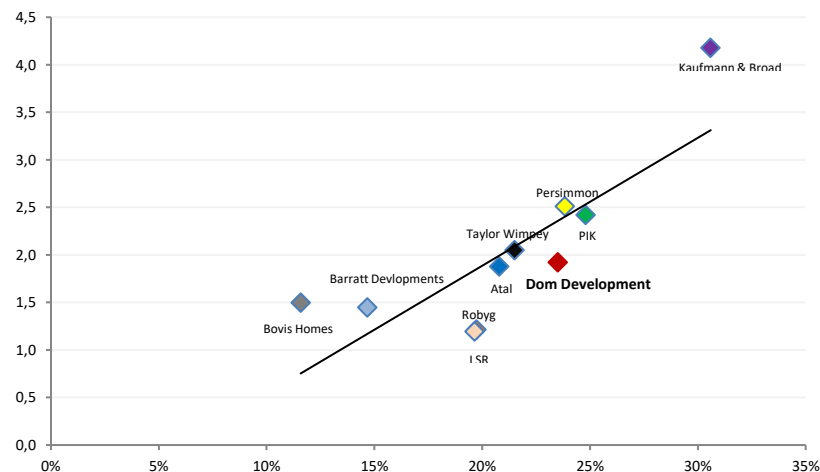
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Dom Development. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz 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 (z uwzględnieniem Euro Styl) sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **84,6 PLN**.

Wycena porównawcza dla Dom Development

	P/E			P/BV		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Robyg	9,7	6,1	7,1	1,6	1,5	1,4
Atal	8,6	9,0	7,8	1,9	1,9	1,8
PIK	15,8	9,7	7,2	2,9	2,4	1,9
Kaufman & Broad	15,1	13,6	12,9	4,6	4,2	3,8
Persimmon	11,2	10,5	9,9	2,8	2,5	2,2
Taylor Wimpey	10,0	9,5	9,1	2,2	2,0	1,9
Bovis Homes	15,8	12,9	11,1	1,5	1,5	1,5
Barratt Developments	10,4	9,8	9,0	1,5	1,4	1,3
Berkeley Group	7,7	11,0	11,3	2,1	1,9	1,8
Mediana	10,4	9,8	9,1	2,1	1,9	1,8
Dom Development	11,1	8,2	8,3	2,0	1,9	1,9
Premia/dyskonto do grupy	6,1%	-17,0%	-8,4%	-2,0%	-0,3%	7,1%
Wycena wg wskaźnika	77,2	98,7	89,4	83,6	82,1	76,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		88,4			80,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa		84,6				

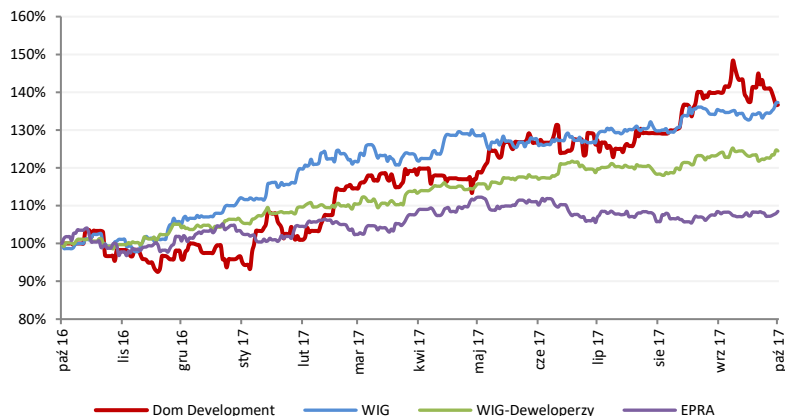
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2018



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

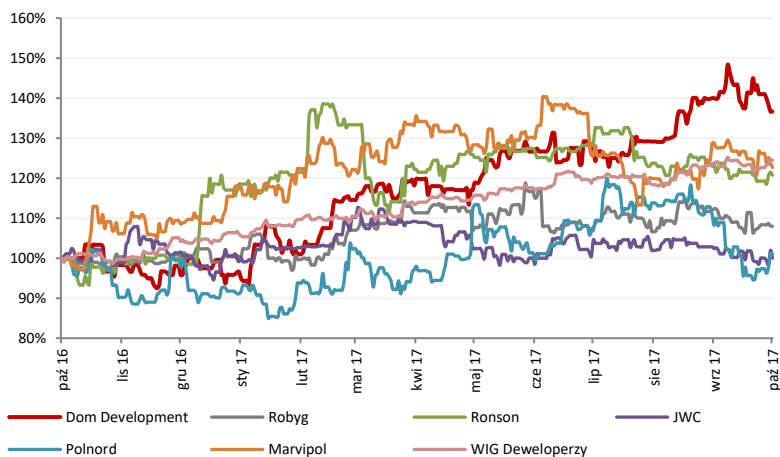
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy wśród deweloperów najlepiej radziły sobie akcje Dom Development, co było w naszej ocenie pokłosiem wzrostów kontraktacji i przekazania.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ 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.

▪ Presja kosztowa ze strony generalnych wykonawców

Zmiany na rynku pracy, które dokonują się w ostatnim czasie, oraz presja płacowa w podmiotach świadczących usługi generalnego wykonawstwa powoduje, że spółki budowlane będą starały się przekładać wzrosty wynagrodzeń na deweloperów. Stwarza to ryzyko dla realizowanych marż w prowadzonych projektach mieszkaniowych. Uważamy jednak, że deweloperzy są w stanie po części ograniczać to ryzyko poprzez podnoszenie cen i korygowanie polityki upustów dla klientów.

▪ 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.

▪ 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 2Q'2017

Rezultaty Dom Development w 2Q'17 okazały się lepsze zarówno od naszych oczekiwań, jak i konsensusu rynkowego. Deweloper oddał klientom 674 mieszkania (uwzględniając 39 wydań w Trójmieście po sfinalizowaniu akwizycji Euro Styl). Przełożyło się to na wzrost przychodów do 322,5 mln PLN (+41% r/r), przy jednoczesnym zwiększeniu pierwszej marży do 28% (wpływ sprzedaży notarialnej wysokomarżowych projektów Premium, Skarpa i Moderna). Tym samym EBITDA spółki wyniosła 59,9 mln PLN (vs 24,6 mln PLN przed rokiem; ponad 11% powyżej naszych oczekiwań), a zysk netto był bliski 49 mln PLN (+22% powyżej konsensusu).

Miniony kwartał przyniósł ponownie rekordowy rezultat, jeśli chodzi o kontraktację mieszkań. Dom Development znalazł nabywców na 850 lokali (+21%; bez uwzględnienia Euro Styl, który przedsprzedał 189 mieszkań), czego 27% przypadło na mieszkania o wartości powyżej 550 tys. PLN. Bieżąca oferta grupy wynosi ok. 3,5 tys. lokali, z czego w Trójmieście jest ponad 470 mieszkań.

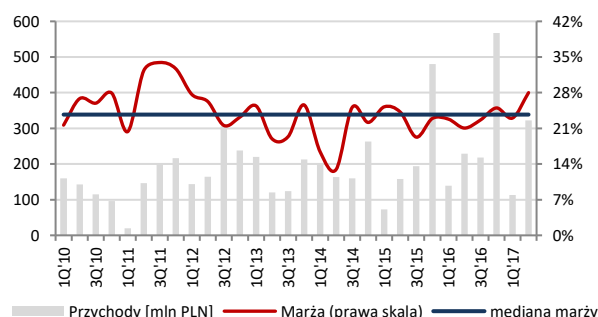
Bardzo pozytywnie oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 2Q'17 deweloper dysponował gotówką netto w kwocie blisko 40 mln PLN (nie uwzględniając środków zgromadzonych na rachunkach powierniczych). Rezultat oceniamy tym lepiej, biorąc pod uwagę zrealizowaną akwizycję Euro Styl, działającego na rynku trójmiejskim (szerszy opis w osobnym rozdziale; Dom Development przeznaczył na ten cel ok. 198 mln PLN).

Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	2Q'17P BDM	odchylenie	2Q'17 kons.	odchylenie
Przychody	228,7	322,5	41,0%	367,7	435,5	18,4%	301,5	7,0%	308,9	4,4%
Wynik brutto	48,1	90,3	87,6%	79,9	116,4	45,7%	78,4	15,2%	-	-
EBITDA	24,6	59,9	143,8%	33,1	60,4	82,2%	53,8	11,3%	-	-
EBIT	23,2	58,3	-	30,6	57,3	87,5%	52,4	11,2%	49,8	17,0%
Wynik netto	18,4	49,0	-	23,5	48,0	103,9%	42,5	15,2%	40,0	22,4%
Marża brutto	21,1%	28,0%		21,7%	26,7%		26,0%		-	
Marża EBITDA	10,7%	18,6%		9,0%	13,9%		17,8%		-	
Marża EBIT	10,2%	18,1%		8,3%	13,2%		17,4%		16,1%	
Marża netto	8,1%	15,2%		6,4%	11,0%		14,1%		12,9%	

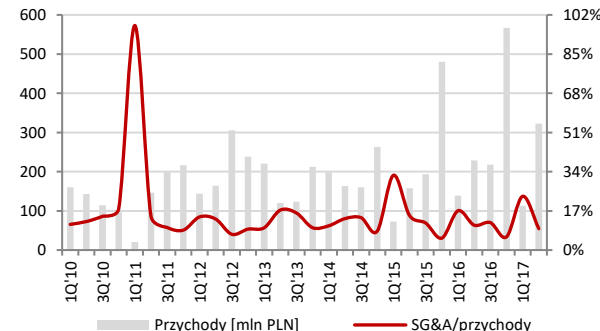
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



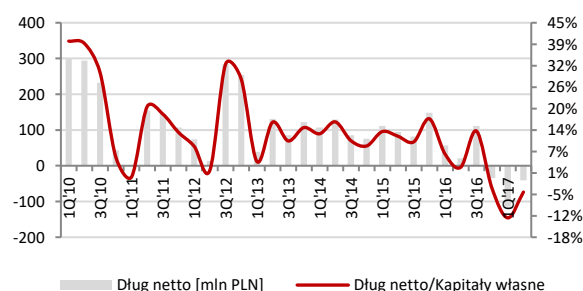
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



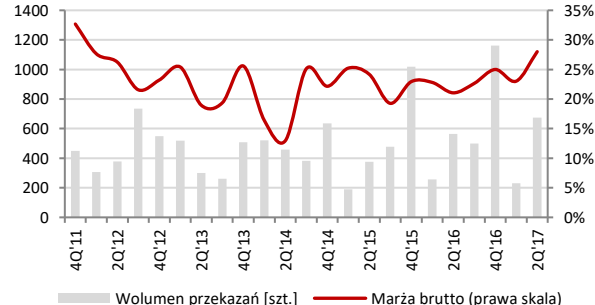
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazania



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

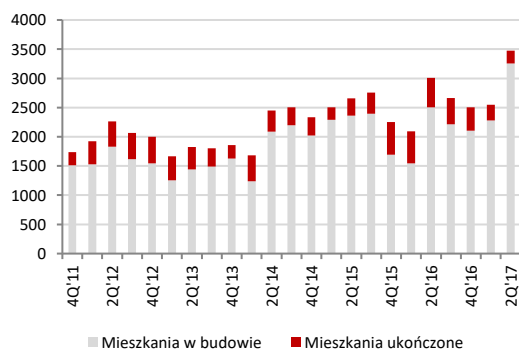
Obecnie Dom Development realizuje ok. 36 projektów (uwzględniając EuroStyl), które obejmują ponad 5,9 tys. lokali, z czego 172 mieszkania znajdują się we Wrocławiu, a niemal 1,1 tys. w Gdańsku. W przygotowaniu znajduje się natomiast 8,3 tys. mieszkań, w tym niemal 6,9 tys. w Warszawie (wpływ zakupu działek po lewej stronie Wisły). W 2Q'17 oferta spółki powiększyła się o 12 projektów (+1654 lokali; 211 mieszkań w Trójmieście). W sprzedaży dostępnych jest 3,5 tys. mieszkań, z czego tylko 221 jest już gotowe (6% oferty).

Projekty w realizacji/przygotowaniu

Projekt	Miasto	Realizacja	Przygotowanie	Projekt	Miasto	Realizacja	Przygotowanie
Żoliborz Artystyczny	Warszawa	403	0	Aura	Wrocław	172	0
Żoliborz Artystyczny II	Warszawa	0	1 350	Rybnicka	Wrocław	0	132
Premium	Warszawa	731	0	Łącznie		172	132
Wille Lazurowa	Warszawa	102	0				
Włodarzewska 30 (Nowosolipsowska)	Warszawa	123	0	Projekt	Miasto	Realizacja	Przygotowanie
Os. Pod Różami III	Warszawa	50	0	Os. Viridis	Gdynia	132	0
Przy Parku	Warszawa	0	46	Idea	Gdańsk	141	312
Marina Mokotów	Warszawa	0	756	Nowy Horyzont	Gdańsk	76	0
Bukowińska III	Warszawa	0	190	Spektrum	Gdańsk	338	231
Cybernetyki	Warszawa	393	240	Impuls 2	Gdańsk	208	0
Taneczna	Warszawa	119	116	Os. Cytrusowe	Gdańsk	92	0
Urynovia (Anody)	Warszawa	190	0	Os. Beauforta	Gdynia	0	603
Sobieskiego	Warszawa	0	157	Scena Apartamenty	Pruszcz Gdański	61	0
Bartycka	Warszawa	0	132	Brama Żuław	Gdańsk	49	0
Regaty	Warszawa	0	217	Krynica	Gdańsk	0	150
Palladium (Akacje)	Warszawa	215	566	Łącznie		1 097	1 296
Klasyków	Warszawa	204	0				
Kowalczyka	Warszawa	0	844				
Moderna	Warszawa	570	0				
Amsterdam (Samarytanka)	Warszawa	374	202				
Wilno	Warszawa	549	1 316				
Forma (Motorowa)	Warszawa	294	213				
Saska III	Warszawa	359	0				
Siennicka	Warszawa	0	533				
Łącznie		4 676	6 878				

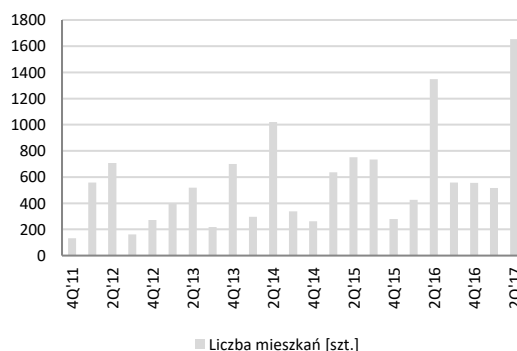
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inwestycje wprowadzone do realizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

AKWIZYCJA 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 (na koniec 2Q'17 podmiot dysponował ok. 70 mln PLN gotówki). 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 długoterminowo po ok. 600 mieszkań (założenia zarządu Dom Development są ambitniejsze; cel min. to >600 lokali), co powinno przełożyć się na ok. 30 mln PLN zysku netto (założenia konserwatywne).

W 3Q'17 Euro Styl zakontraktował 220 lokali (578 mieszkań narastająco). Z zaprezentowanych danych wynikało również, że na koniec czerwca oferta na rynku trójmiejskim liczyła 474 lokali w 11 projektach (z czego 5 inwestycji na 211 mieszkań wprowadzono w 2Q'17). W realizacji znajduje się ok. 1,1 tys. lokali, natomiast w przygotowaniu są inwestycje na kolejne 1,3 tys. szt. 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/osiedleviridis.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

Lokalizacja i skala obecnych projektów Euro Styl



NR	PROJEKT	W REALIZACJI	W PRZYGOTOWANIU
1	OSIEDLE VIRIDIS	132	---
2	IDEA	141	512
3	NOWY HORYZONT	76	---
4	SPEKTRUM	55	231
5	IMPULS 2	201	---
6	OSIEDLE CYTRUSOWE	92	---
7	OSIEDLE BEAUFORTA	---	603
8	SCENA APARTAMENTY	61	---
9	BRAMA ŻULAW	49	---
10	KRYNICKI	---	150
RAZEM		1 097	1 296

● PROJEKT W PRZYGOTOWANIU
● PROJEKT W REALIZACJI

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 3Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Tak jak pisaliśmy w poprzedniej rekomendacji, po słabszym początku roku, 2Q'17 przyniósł zdecydowaną poprawę wyników finansowych. Kontynuacji tych tendencji oczekujemy również w kolejnych okresach. Deweloper zaraportował, że zwiększył kontraktację do blisko 1,1 tys. mieszkań (z czego 220 szt. osiągnął Euro Styl). Głównymi „motorami napędowymi” sprzedaży były inwestycje Wolno, Moderna, Premium i Amsterdam. Grupa podała również, że w przychodach rozpoznane będą 553 lokale, co jest rezultatem powyżej wcześniejszych zapowiedzi zarządu (efekt szybszego zakończenia prac w projekcie Osiedle Premium; największy udział w strukturze wydań miały Os. Premium, Os. Palladium i Apartamenty Mokotów nad Skarpą). Tym samym szacujemy, że Dom Development wypracował w 3Q'17 ok. 232 mln PLN przychodów, niemal 26 mln PLN EBITDA i niecałe 19 mln PLN zysku netto.

Standardowo najlepsza wynikowo będzie końcówka roku. W naszych projekcjach uwzględniamy rezultaty Euro Styl. Zakładamy, że w 4Q'17 spółka przekaże ok. 1,4 tys. mieszkań (w tym ok. 100 w Gdańsku), co w ujęciu całorocznym powinno dać ponad 2,8 tys. wydanych lokali. Odnosząc się do kontraktacji, prognozujemy ok. 3,8 tys. przedsprzedanych mieszkań (wpływ Euro Styl od 3Q'17). Estymujemy, że w '17 grupa wypracuje ponad 1,3 mld PLN przychodów, przy średniej marży 26,2% (+2,7 p.p. r/r). Spodziewamy się, że EBITDA wzrośnie do 234 mln PLN, a zysk netto do 183,5 mln PLN.

Z optymizmem zapatrujemy się również na perspektywę przyszłego roku. Liczymy, że dobra sytuacja na rynku mieszkaniowym dalej się utrzyma (wspierane między innymi przez zapowiadane przez członków RPP utrzymanie niskich stóp procentowych przez większą część '18 i sytuację na rynku pracy), co powinno przełożyć się na zwiększenie kontraktacji przez Dom Development do ok. 4 tys. lokali (w kolejnych latach konserwatywnie zakładamy schłodzenie rynku) i wydanie blisko 3,3 tys. mieszkań. Szacujemy, że w '18 deweloper osiągnie 1,6 mld PLN przychodów i 248 mln PLN zysku netto, co przy obecnej polityce dywidendowej oznacza silny wzrost strumieni dywidend. W dłuższym terminie, wsparciem zarówno dla wyników, jak i osiąganych wolumenów, powinno być także wejście na rynek wrocławski (oczekujemy, że kilka projektów zostanie uruchomionych już w '18).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17P	zmiana r/r	1-3Q'16	1-3Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	218,2	231,7	6,2%	585,9	667,2	13,9%	1153,0	1324,8	14,9%	1612,2	21,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	49,4	57,2	15,8%	129,3	173,6	34,3%	271,1	346,8	27,9%	440,6	27,0%
EBITDA	22,4	25,6	14,1%	55,6	86,0	54,7%	162,1	233,7	44,2%	317,1	35,7%
EBIT	21,0	23,1	9,8%	51,6	80,4	55,8%	156,6	225,7	44,1%	307,6	36,3%
Wynik brutto	20,9	23,1	10,5%	50,4	81,1	60,8%	155,9	225,4	44,6%	306,7	36,0%
Wynik netto	16,8	18,7	11,1%	40,4	66,7	65,2%	125,8	183,5	45,9%	248,4	35,3%
marża brutto ze sprzedaży	22,6%	24,7%		22,1%	26,0%		23,5%	26,2%		27,3%	
marża EBITDA	10,3%	11,0%		9,5%	12,9%		14,1%	17,6%		19,7%	
marża EBIT	9,6%	10,0%		8,8%	12,0%		13,6%	17,0%		19,1%	
marża netto	7,7%	8,1%		6,9%	10,0%		10,9%	13,9%		15,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	139,1	228,7	218,2	567,1	113,0	322,5	231,7	657,6	220,0	215,6	195,9	980,7	904,2	1 153,0	1 324,8	1 612,2	1 671,0
Wynik brutto ze sprzedaży	31,7	48,1	49,4	141,8	26,0	90,3	57,2	173,3	56,2	59,1	49,9	275,5	203,9	271,1	346,8	440,6	437,8
SG&A	23,7	24,7	26,0	32,4	26,4	29,9	33,0	27,7	41,0	25,3	30,5	34,6	94,7	106,8	116,9	131,4	135,5
EBITDA	8,6	24,6	22,4	106,5	0,5	59,9	25,6	147,7	17,4	36,0	21,5	242,1	106,9	162,1	233,7	317,1	310,7
EBIT	7,3	23,2	21,0	105,0	-1,0	58,3	23,1	145,3	15,0	33,6	19,2	239,9	102,5	156,6	225,7	307,6	300,7
Wynik brutto	6,4	23,2	20,9	105,5	-1,0	59,0	23,1	144,3	15,1	34,2	18,9	238,4	100,6	155,9	225,4	306,7	302,1
Wynik netto	5,1	18,4	16,8	85,4	-1,0	49,0	18,7	116,9	12,2	27,7	15,3	193,1	80,8	125,8	183,5	248,4	244,7
Marża brutto ze sprzedaży	22,8%	21,1%	22,6%	25,0%	23,0%	28,0%	24,7%	26,3%	25,5%	27,4%	25,5%	28,1%	22,6%	23,5%	26,2%	27,3%	26,2%
Marża EBITDA	6,2%	10,7%	10,3%	18,8%	0,5%	18,6%	11,0%	22,5%	7,9%	16,7%	11,0%	24,7%	11,8%	14,1%	17,6%	19,7%	18,6%
Marża EBIT	5,3%	10,2%	9,6%	18,5%	-0,8%	18,1%	10,0%	22,1%	6,8%	15,6%	9,8%	24,5%	11,3%	13,6%	17,0%	19,1%	18,0%
Marża brutto	4,6%	10,1%	9,6%	18,6%	-0,9%	18,3%	10,0%	21,9%	6,9%	15,9%	9,7%	24,3%	11,1%	13,5%	17,0%	19,0%	18,1%
Marża netto	3,7%	8,1%	7,7%	15,1%	-0,9%	15,2%	8,1%	17,8%	5,6%	12,9%	7,8%	19,7%	8,9%	10,9%	13,9%	15,4%	14,6%
Liczba lokali sprzedanych	615	701	705	714	806	850	1081	1056	1047	1028	995	988	2 383	2 735	3 793	4 057	3 627
Liczba lokali przekazanych	211	564	500	1 162	230	635	553	1 420	491	426	470	1 885	1 862	2 482	2 838	3 272	3 578

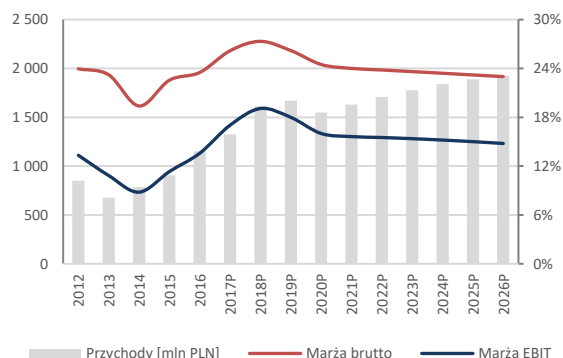
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza przychodów wg poszczególnych projektów w okresie 3Q'17-4Q'18*

Projekt	Liczba lokali ogółem	Przychody [mln PLN]					
		3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18
Palladium, e. 1	214	41,0	19,6	10,7	5,0	0,0	0,0
Al.. Piastów	177	2,1	1,2	1,2	0,9	0,0	0,0
Saska II	379	5,1	7,6	7,6	7,6	3,5	0,0
Regaty	144	8,5	3,9	1,9	1,9	1,9	0,4
Pod różami	110	1,8	1,8	2,3	0,0	0,0	0,0
Osiedle Przyjaciół , e. 1/2	200	8,8	4,4	2,2	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 8	218	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Studio Mokotów	329	4,9	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Wille Lazurowa, etap 1	166	2,1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska nad Jeziorem, e.3	236	10,5	18,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dom pod Zegarem	225	7,4	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Wilno II, e. 3	189	3,8	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 9	162	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Pod Różami, e 3	47	0,0	21,6	3,8	0,0	0,0	0,0
Osiedle Moderna, e 1	171	5,6	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Premium, e 1	206	14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Przyjaciół, e. 3	93	10,4	6,3	2,7	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Mokotów nad Skarpą, e. 1	183	30,4	8,1	6,8	2,7	0,0	0,0
Osiedle Premium, e. 2	237	39,6	50,0	10,9	2,6	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 5	117	0,0	36,5	11,4	5,5	0,0	0,0
Os. Moderna,e2I	194	0,0	73,9	5,7	0,0	0,0	0,0
Os. Wille Taneczna	119	0,0	29,6	16,0	8,7	0,0	0,0
Ursynovia, e. 1	79	0,0	42,8	5,5	0,0	0,0	0,0
Ursynovia, e. 2	111	0,0	55,0	12,8	0,0	0,0	0,0
Saska III	359	0,0	118,7	35,1	24,3	15,6	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 6	137	0,0	35,5	21,3	8,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, e. 7	140	0,0	35,5	18,9	8,5	3,3	0,0
Wilno III, e. 2	129	0,0	20,5	13,7	8,5	1,4	0,0
Wilno III, e. 3	111	0,0	20,5	12,0	3,4	2,1	0,0
Idea**	60	0,0	12,7	8,5	3,4	0,8	0,0
Os. Cytrusowe **	100	6,3	13,8	3,8	1,3	0,0	0,0
Brama Żuław, e. 1**	49	9,7	2,2	1,1	0,3	0,0	0,0
Os. Viridis, e.1 **	58	14,7	2,9	2,2	1,5	0,0	0,0
Os. Premium, e. 3	134	0,0	0,0	0,0	55,9	17,6	5,3
Os. Moderna, e. 4	189	0,0	0,0	0,0	65,7	21,9	15,9
Os. Wilno VI, e. 1	300	0,0	0,0	0,0	0,0	59,2	30,4
Os. Forma, e. 1	89	0,0	0,0	0,0	0,0	32,8	10,9
Os. Premium, e. 5	113	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,3
Os. Cybernetyki 17, e. 1	146	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	64,7
Os. Amsterdam, e. 2	314	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	117,0
Wille Lazurowa, e. 2	102	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	37,1
Apartamenty Mokotów, e. 2	190	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	82,5
Os. Premium, e. 4	248	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	67,7
Os. Forma, e. 2	199	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	79,2
Os. Cybernetyki 17, e. 2	247	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	105,8
Os. Dom na Bartyckiej, e. 1	131	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	64,7
Port Żerań, e. 1	362	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	122,5
Apartamenty Scena **	55	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,9
Spektrum **	338	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	46,0
Impuls 2 **	201	0,0	0,0	0,0	0,0	16,6	40,5
Nowy Horyzont **	80	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,9
Brama Żuław, e.2/3 **	80	0,0	0,0	0,0	0,0	8,1	2,2
Os. Viridis, e.2/3 **	80	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	2,9
RAZEM		231,6	657,5	219,8	215,6	195,9	980,7

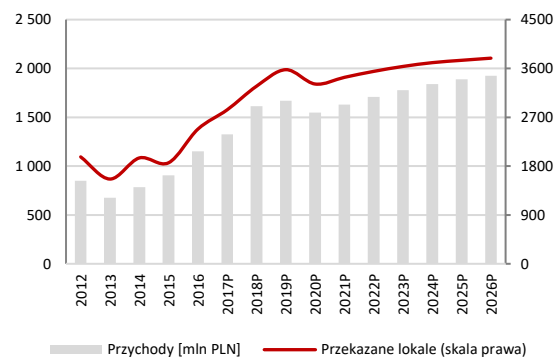
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *prezentujemy projekty, które już znajdują się w ofercie; **inwestycje realizowane przez Euro Styl

Marże EBIT i netto



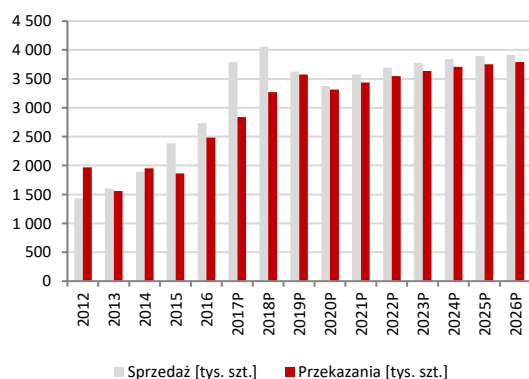
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



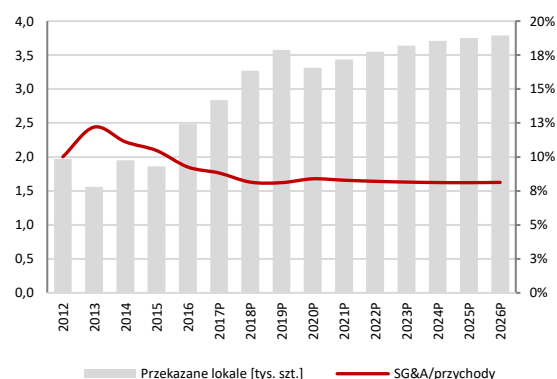
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrakcja vs przekazania lokali



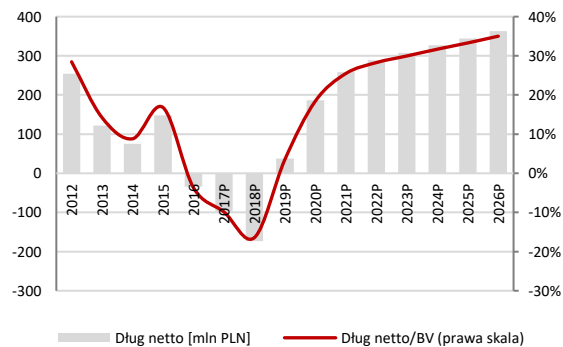
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 lipca '17 zrewidowaliśmy harmonogram projektów oraz ich przekazania. W tabelach poniżej prezentujemy w prognozach rezultaty Euro Styl. Tym samym w '17 oczekujemy 1,3 mld PLN przychodów, ok. 233,7 mln PLN EBITDA i ok. 183,5 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba zakontraktowanych mieszkań w '18 powinna przełożyć się na wypracowanie bardzo dobrych wyników także w '19. W modelu dalej przyjmujemy wypłatę dywidendy w wys. 100% zysku netto w latach 2017-19.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z lipca '17

	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%	1 311,4	1 324,8	1,0%	1 649,6	1 612,2	-2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	271,1	256,2	5,8%	335,3	346,8	3,4%	437,6	440,6	0,7%
EBITDA	162,1	157,8	2,7%	235,5	233,7	-0,8%	312,4	317,1	1,5%
EBIT	156,6	152,8	2,5%	230,0	225,7	-1,9%	306,6	307,6	0,3%
Wynik netto	125,8	120,4	4,5%	185,4	183,5	-1,0%	249,2	248,4	-0,3%
marża brutto	23,5%	22,3%		25,6%	26,2%		26,5%	27,3%	
marża EBITDA	59,8%	13,7%		18,0%	17,6%		18,9%	19,7%	
marża EBIT	96,6%	13,3%		17,5%	17,0%		18,6%	19,1%	
marża netto	10,9%	10,5%		14,1%	13,9%		15,1%	15,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz BDM vs konsensus Bloomberg [mln PLN]

	2017 BDM	2017 kons.	odchylenie	2018 BDM	2018 kons.	odchylenie	2019 BDM	2019 kons.	odchylenie
Przychody	1 324,8	1 339,0	-1,1%	1 612,2	1 556,0	3,6%	1 671,0	1 465,0	14,1%
EBITDA	233,7	231,3	1,0%	317,1	278,0	14,0%	310,7	244,3	27,2%
EBIT	225,7	224,4	0,6%	307,6	267,0	15,2%	300,7	238,1	26,3%
Wynik netto	183,5	179,4	2,3%	248,4	211,5	17,5%	244,7	186,0	31,5%
Dług netto	-97,9	10,6	-	-173,4	-24,7	-	37,3	18,2	-

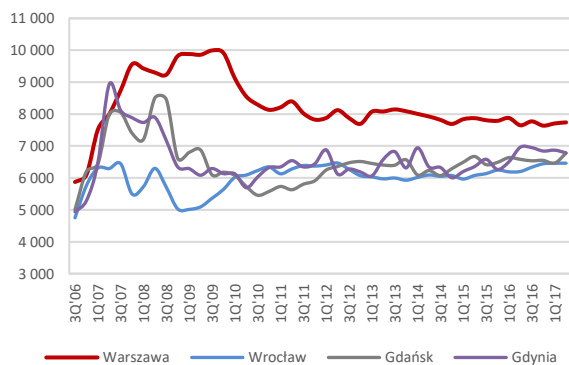
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

Z analiz REAS wynika, że 2Q'17 przyniósł kolejny bardzo mocny rezultat na krajowym rynku deweloperskim. W 6 największych aglomeracjach, kontraktacja wyniosła 17,6 tys. mieszkań, co oznacza wzrost r/r o niemal 17% (-7% Q/Q, co można przypisać MdM-owi). Do oferty wprowadzonych zostało ok. 17,5 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.

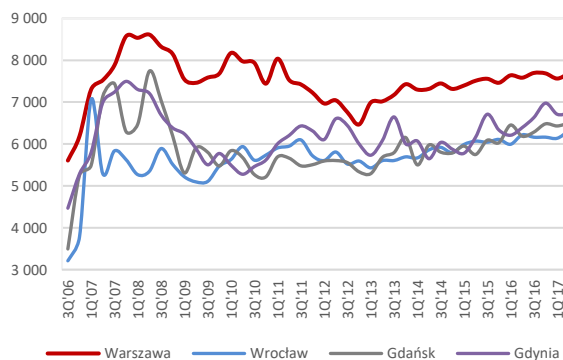
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmian w 2Q'17 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 1,6% q/q (+1,3% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,7 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

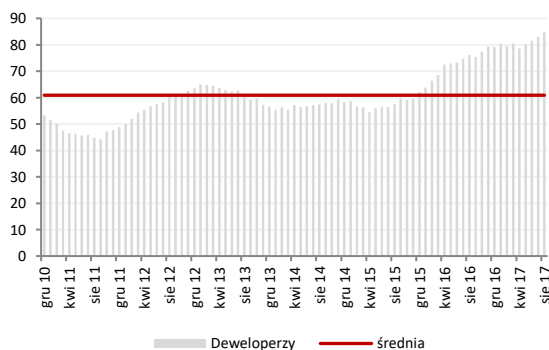
Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

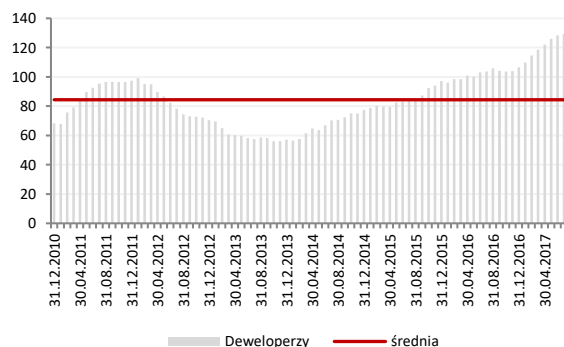
Według danych GUS w ostatnich miesiącach kontynuowane jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego i silnego popytu (spadający ciągle czas wyprzedzenia oferty; w Warszawie są to już tylko 3 kwartały). Liczba wydawanych pozwoleń i rozpoczynanych budów przekracza istotnie przekazywany wolumen. 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.]



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

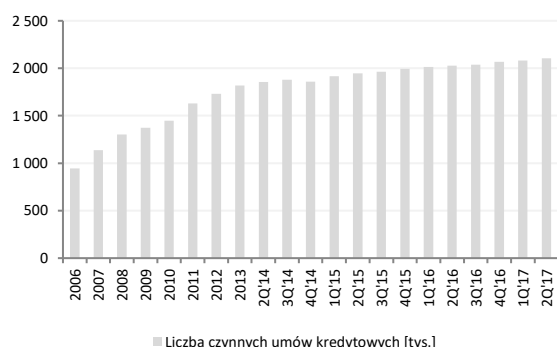
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

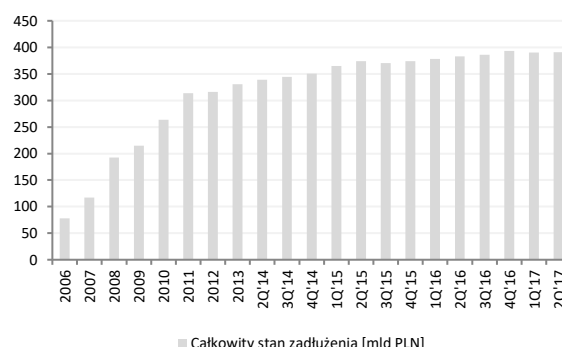
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, kończący się program Mdm oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem deweloperów koniunktura na polskim rynku mieszkaniowym poprawia 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 3,9%, a marża ok. 2,2%). 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



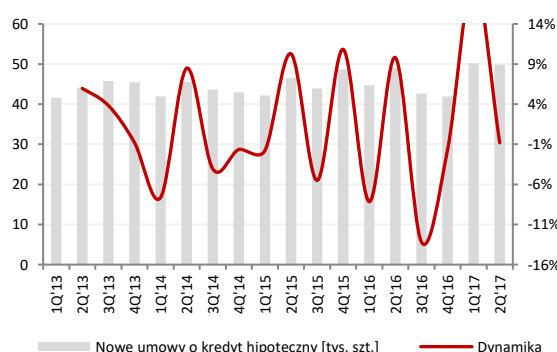
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



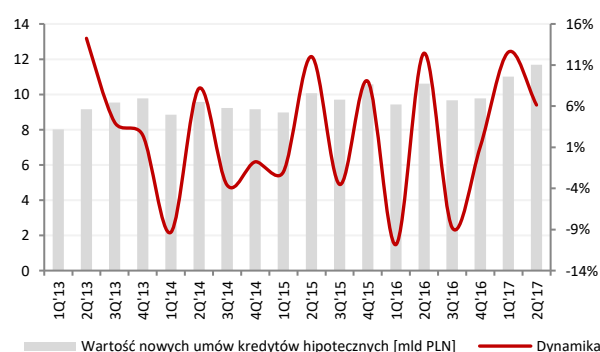
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



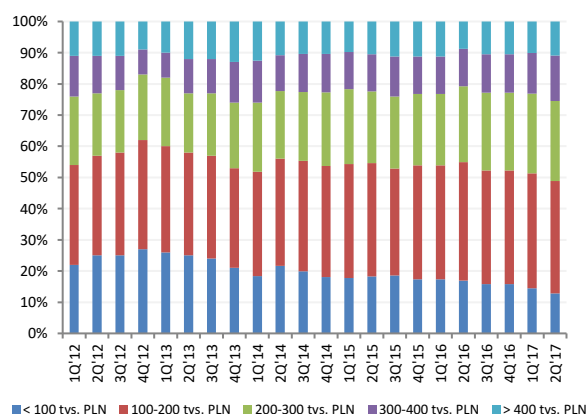
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



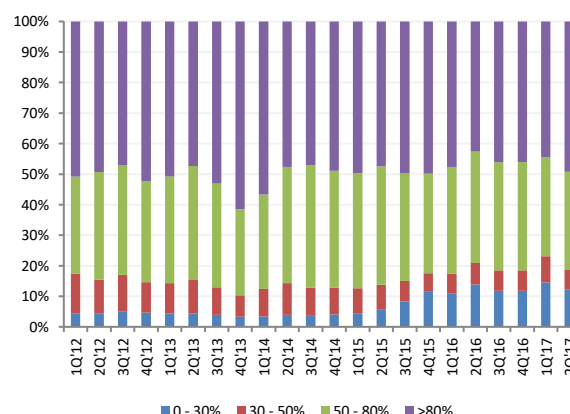
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



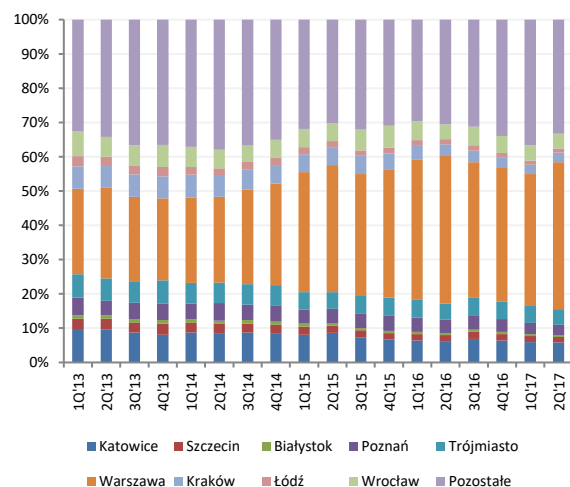
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



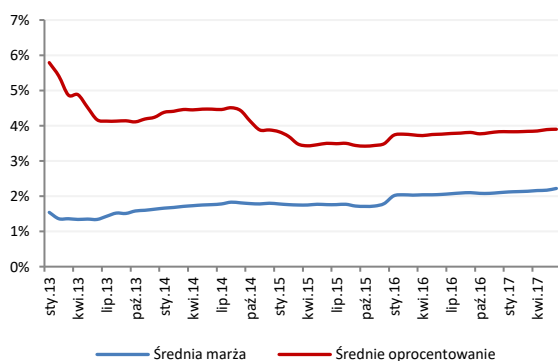
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



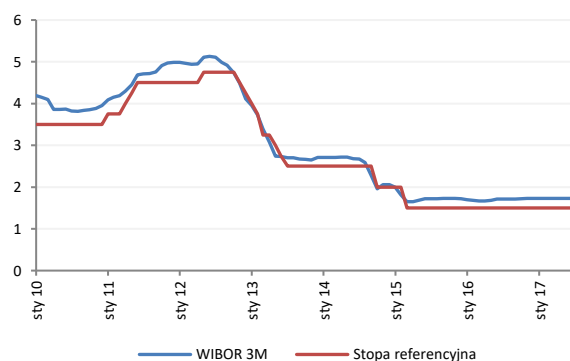
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

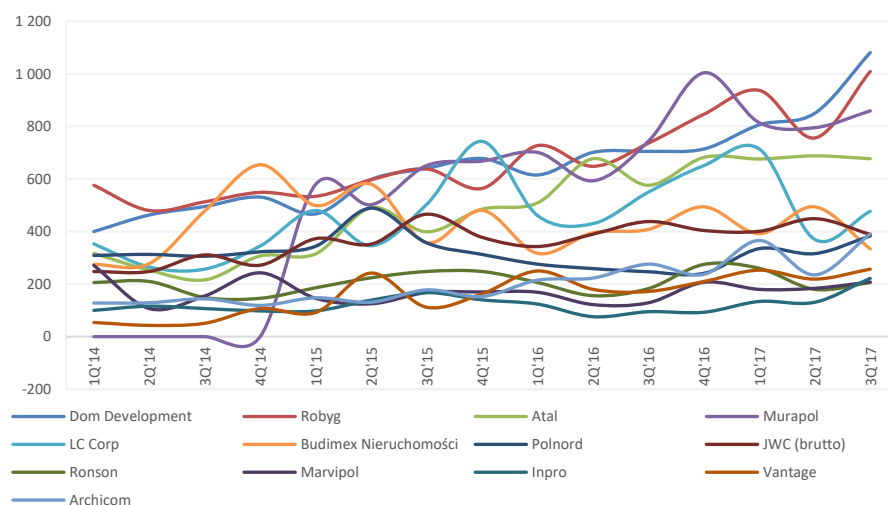
Korzystne otoczenie makro wyraźnie przekłada się na realizowaną sprzedaż mieszkań. łączny wolumen zakontraktowanych lokali przez 13 głównych deweloperów mieszkaniowych w 3Q'17 wyniosła blisko 6,5 tys. lokali, co implikuje wzrost o prawie 24% r/r. Bardzo dobrze poradzi sobie liderzy branży. Dom Development znalazł nabywców na 1,1 tys. mieszkań (53% r/r), Robyg zakontraktował 1,0 tys. lokali (+37% r/r), a Murapol sprzedał 859 mieszkań (+16% r/r). Dobrze poradziły sobie także mniejsze podmioty z branży. Najstabilniej z przedstawionego grona zaprezentował się LC Corp, który zakontraktował 477 lokali, co oznacza spadek r/r o 13% (należy jednak zauważyć, że w 1Q'17 spółka znalazła 714 klientów).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 3Q'17

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	zmiana 3Q'17/3Q'16	2014	2015	2016	1-3Q'17
Dom Development	467	598	640	678	615	701	705	714	806	850	1 081	53,3%	1 889	2 383	2 735	2 737
Robyg	534	597	638	564	727	648	736	846	937	756	1 009	37,1%	1 685	1 918	2 957	2 702
Atal	315	491	399	485	509	677	576	682	676	688	677	17,5%	2 118	2 333	2 444	2 041
Murapol	579	502	651	668	701	593	744	1 004	814	795	859	15,5%	1 251	1 503	3 042	2 468
LC Corp	480	346	503	743	461	430	550	651	714	370	477	-13,3%	1 079	1 569	2 092	1 561
Budimex Nier.	499	580	358	481	317	395	408	494	392	494	334	-18,1%	711	906	1 614	1 220
Polnord	344	489	357	313	276	259	247	241	335	316	383	55,1%	776	609	1 023	1 034
JWC (brutto)	373	352	466	378	343	390	438	404	401	449	389	-11,2%	1 093	1 690	1 575	1 239
Ronson	186	224	248	248	206	156	183	275	260	180	206	12,6%	421	545	820	646
Marvipol	146	125	168	170	169	122	129	207	180	184	208	61,2%	255	609	627	572
Inpro	98	139	168	140	124	76	95	93	134	131	222	133,7%	520	610	388	487
Vantage	92	242	112	163	250	180	172	210	253	219	257	49,4%	0	366	812	729
Archicom	148	131	178	153	215	223	276	237	366	235	391	41,7%	1 220	2 072	951	992
RAZEM	4 261	4 816	4 886	5 184	4 913	4 850	5 259	6 058	6 268	5 667	6 493	23,5%	13 018	17 113	21 080	18 428

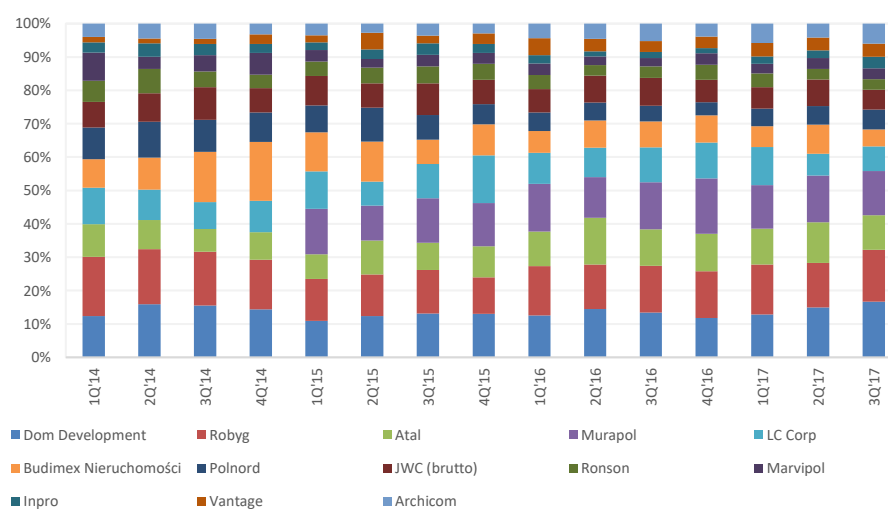
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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	27,0	27,0	26,5	26,2	25,6	25,2	25,0	24,8	24,3	23,8
Wartości niematerialne i prawne	1,2	1,2	2,6	3,5	3,9	10,9	10,9	10,7	10,6	10,3	10,1	10,0	9,9	9,7	9,4
Rzeczowe aktywa trwałe	5,3	4,7	6,3	7,0	7,6	9,7	9,8	9,5	9,3	9,0	8,8	8,7	8,6	8,3	8,1
Długoterminowe należności	1,7	1,6	1,6	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aktywa obrotowe	1751,5	1721,4	1593,1	1734,2	1956,8	2291,2	2318,0	2336,5	2336,7	2476,5	2574,5	2612,6	2639,7	2660,2	2668,9
Zapasy	1305,6	1346,6	1231,5	1478,7	1507,6	1904,5	2002,7	2129,1	2178,6	2290,7	2367,9	2424,2	2469,5	2506,8	2532,9
Należności z tyt. dostaw i usług	28,0	43,3	5,5	27,5	9,3	19,2	22,3	25,2	24,6	24,3	25,5	26,6	27,6	28,5	29,2
Pozostałe aktywa obrotowe	7,2	4,1	3,2	2,7	2,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Krótkoterminowe aktywa finansowe	234,8	5,2	34,5	3,7	22,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	297,9	223,4	112,7	63,9	91,9	111,5	92,2	72,9	55,4	37,3
Aktywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1977,3	2318,1	2345,0	2363,0	2362,9	2502,0	2599,8	2637,6	2664,4	2684,5	2692,7
Kapitał (fundusz) własny	892,4	856,5	858,3	883,4	929,5	990,7	1056,5	1052,8	1008,2	1012,6	1020,4	1027,1	1032,1	1035,1	1035,9
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	452,7	488,6	317,6	432,1	325,3	234,7	84,7	184,7	284,7	384,7	434,7	434,7	434,7	434,7	434,7
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	200,0	300,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	55,7	23,7	27,7	30,7	34,4	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	414,6	383,7	430,3	437,4	722,5	1092,7	1203,8	1125,5	1070,0	1104,7	1144,6	1175,7	1197,5	1214,7	1222,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	131,5	140,4	139,8	190,5	218,7	276,3	335,5	341,7	335,1	331,0	347,5	362,8	371,5	377,8	381,3
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	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Rozliczenia międzyokresowe	236,9	231,6	151,6	235,0	349,1	743,8	795,6	711,2	662,3	701,1	724,4	740,3	753,4	764,2	768,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,8	8,0	9,2	8,4	30,8	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
Pasywa razem	1759,7	1728,9	1606,3	1753,0	1977,3	2318,1	2345,0	2363,0	2362,9	2502,0	2599,8	2637,6	2664,4	2684,5	2692,7

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	1324,8	1612,2	1671,0	1549,2	1631,4	1708,3	1778,2	1840,0	1890,5	1926,5
Koszty produktów, towarów i materiałów	647,4	519,3	632,2	700,2	881,9	978,0	1171,6	1233,2	1169,8	1239,7	1301,5	1358,3	1409,2	1451,8	1483,3
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	152,0	203,9	271,1	346,8	440,6	437,8	379,3	391,7	406,8	419,9	430,7	438,7	443,1
Koszty sprzedaży	38,8	40,1	39,8	45,6	47,4	58,6	72,5	75,1	69,7	73,4	76,8	80,0	82,7	85,0	86,6
Koszty zarządu	46,4	42,4	47,4	49,1	59,4	58,3	58,9	60,4	60,4	61,9	63,4	65,0	66,6	68,3	70,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	37,2	31,2	36,5	38,6	48,6	36,8	41,2	39,6	42,4	42,3	43,2	43,8	44,8	45,8	47,1
EBITDA	116,5	76,5	72,3	106,9	162,1	233,7	317,1	310,7	257,6	264,4	274,2	282,3	288,6	292,5	293,4
EBIT	113,5	73,3	69,0	102,5	156,6	225,7	307,6	300,7	248,0	255,0	265,1	273,4	279,8	283,7	284,8
Saldo działalności finansowej	0,0	-3,6	0,4	-1,8	-0,7	-0,2	-0,9	1,3	-1,0	-2,5	-2,9	-2,9	-3,2	-3,4	-3,6
Zysk (strata) brutto	113,5	69,7	69,4	100,6	155,9	225,4	306,7	302,1	247,0	252,4	262,1	270,4	276,6	280,3	281,2
Zysk (strata) netto	91,2	54,5	55,9	80,8	125,8	183,5	248,4	244,7	200,1	204,5	212,3	219,1	224,0	227,0	227,8

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	396,3	267,6	47,2	105,3	136,8	182,9	201,8	208,4	214,8	217,0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-238,2	231,5	-36,6	23,1	-6,0	-205,0	-9,5	-9,5	-9,4	-8,7	-8,8	-8,7	-8,7	-8,3	-8,0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-91,8	-76,5	-104,2	-79,7	-66,6	-307,7	-332,6	-148,4	-144,7	-100,1	-154,5	-212,3	-219,1	-224,0	-227,0
Przepływy pieniężne netto	-204,3	146,3	-3,9	-96,7	192,7	-116,4	-74,5	-110,7	-48,8	28,0	19,6	-19,3	-19,3	-17,5	-18,1
Środki pieniężne na początek okresu	380,2	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	297,9	223,4	112,7	63,9	91,9	111,5	92,2	72,9	55,4
Środki pieniężne na koniec okresu	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	297,9	223,4	112,7	63,9	91,9	111,5	92,2	72,9	55,4	37,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Dane finansowe														
Przychody zmiana r/r	-20,6%	16,0%	15,3%	27,5%	14,9%	21,7%	3,6%	-7,3%	5,3%	4,7%	4,1%	3,5%	2,7%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	-34,4%	-5,5%	47,9%	51,7%	44,2%	35,7%	-2,0%	-17,1%	2,6%	3,7%	3,0%	2,2%	1,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-35,4%	-5,9%	48,5%	52,9%	44,1%	36,3%	-2,2%	-17,5%	2,8%	3,9%	3,1%	2,3%	1,4%	0,4%
Zysk netto zmiana r/r	-40,2%	2,6%	44,4%	55,7%	45,9%	35,3%	-1,5%	-18,2%	2,2%	3,8%	3,2%	2,3%	1,3%	0,3%
Marża brutto na sprzedaży	23,2%	19,4%	22,6%	23,5%	26,2%	27,3%	26,2%	24,5%	24,0%	23,8%	23,6%	23,4%	23,2%	23,0%
Marża EBITDA	11,3%	9,2%	11,8%	14,1%	17,6%	19,7%	18,6%	16,6%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,2%
Marża EBIT	10,8%	8,8%	11,3%	13,6%	17,0%	19,1%	18,0%	16,0%	15,6%	15,5%	15,4%	15,2%	15,0%	14,8%
Marża brutto	10,3%	8,9%	11,1%	13,5%	17,0%	19,0%	18,1%	15,9%	15,5%	15,3%	15,2%	15,0%	14,8%	14,6%
Marża netto	8,1%	7,1%	8,9%	10,9%	13,9%	15,4%	14,6%	12,9%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,0%	11,8%
ROE	6,4%	6,5%	9,1%	13,5%	18,5%	23,5%	23,2%	19,8%	20,2%	20,8%	21,3%	21,7%	21,9%	22,0%
ROA	3,2%	3,5%	4,6%	6,4%	7,9%	10,6%	10,4%	8,5%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%
Dług	444,0	394,0	370,0	380,0	200,0	50,0	150,0	250,0	350,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
D/(D+E)	25,7%	24,5%	21,1%	19,2%	8,6%	2,1%	6,3%	10,6%	14,0%	15,4%	15,2%	15,0%	14,9%	14,9%
D/E	34,6%	32,5%	26,8%	23,8%	9,4%	2,2%	6,8%	11,8%	16,3%	18,2%	17,9%	17,7%	17,5%	17,4%
Odsetki / EBIT	8,4%	7,6%	3,7%	2,0%	1,9%	1,5%	0,7%	1,3%	1,6%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Dług / Kapitał własny	51,8%	45,9%	41,9%	40,9%	20,2%	4,7%	14,2%	24,8%	34,6%	39,2%	38,9%	38,8%	38,6%	38,6%
Dług netto	121,8	75,7	148,4	-34,3	-97,9	-173,4	37,3	186,1	258,1	288,5	307,8	327,1	344,6	362,7
Dług netto / Kapitał własny	14,2%	8,8%	16,8%	-3,7%	-9,9%	-16,4%	3,5%	18,5%	25,5%	28,3%	30,0%	31,7%	33,3%	35,0%
Dług netto / EBITDA	159%	105%	139%	-21%	-42%	-55%	12%	72%	98%	105%	109%	113%	118%	124%
Dług netto / EBIT	166,0%	109,6%	144,8%	-21,9%	-43,4%	-56,4%	12,4%	75,1%	101,2%	108,8%	112,6%	116,9%	121,5%	127,4%
EV	2150,4	2104,3	2177,0	1994,4	1930,8	1855,3	2066,0	2214,8	2286,8	2317,1	2336,5	2355,8	2373,3	2391,4
Dług / EV	20,6%	18,7%	17,0%	19,1%	10,4%	2,7%	7,3%	11,3%	15,3%	17,3%	17,1%	17,0%	16,9%	16,7%
CAPEX / Przychody	-0,4%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
CAPEX / Amortyzacja	78,9%	192,5%	139,6%	117,1%	93,0%	100,6%	94,6%	97,1%	93,0%	96,1%	97,4%	97,7%	95,0%	93,6%
Amortyzacja / Przychody	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Zmiana KO / Przychody	-7,8%	9,2%	-14,9%	11,4%	3,4%	0,6%	-12,4%	-6,7%	-4,7%	-2,3%	-1,5%	-1,3%	-1,1%	-1,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-30,2%	-67,0%	112,5%	-52,9%	-26,5%	-3,4%	352,9%	-85,7%	93,7%	50,2%	37,5%	39,7%	41,5%	53,8%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	3,0	2,6	2,2	1,8	1,5	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E	37,2	36,3	25,1	16,1	11,1	8,2	8,3	10,1	9,9	9,6	9,3	9,1	8,9	8,9
P/BV	2,4	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
P/CE	5,4	5,4	6,7	3,8	4,2	4,3	5,7	7,7	6,8	6,3	6,5	6,8	7,2	7,7
EV/EBITDA	28,1	29,1	20,4	12,3	8,3	5,9	6,6	8,6	8,6	8,4	8,3	8,2	8,1	8,2
EV/EBIT	29,3	30,5	21,2	12,7	8,6	6,0	6,9	8,9	9,0	8,7	8,5	8,4	8,4	8,4
EV/S	3,2	2,7	2,4	1,7	1,5	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
BVPS	34,6	34,6	35,7	37,5	40,0	42,7	42,5	40,7	40,9	41,2	41,5	41,7	41,8	41,8
EPS	2,20	2,26	3,26	5,08	7,41	10,03	9,88	8,08	8,25	8,57	8,84	9,04	9,17	9,20
CEPS	15,2	15,1	12,2	21,8	19,4	19,0	14,4	10,7	12,0	13,1	12,6	12,0	11,4	10,7
DPS	3,68	2,20	2,25	3,25	5,07	7,37	10,0	9,9	8,1	8,3	8,6	8,8	9,0	9,2
Dyid	4,5%	2,7%	2,7%	4,0%	6,2%	9,0%	12,2%	12,1%	9,9%	10,1%	10,5%	10,8%	11,0%	11,2%
Payout ratio	99,8%	99,9%	99,6%	99,7%	99,8%	99,5%	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 81,9 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 stala

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	93,9	Akumuluj	86,2	13.10.2017	09:33 CEST	81,9	65 529
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 4Q'17:

Kupuj	2	50%
Akumuluj	2	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 portfelowo 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 portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 13.10.2017 roku (09:33 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.10.2017 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 podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie na analizie przeprowadzonej 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 13.10.2017 roku:

- BDM 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.