



Dom Maklerski BDM S.A.

## DOM DEVELOPMENT

### RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnim czasie walory spółki uległy mocnej korekcie i w naszej ocenie jest ona jak najbardziej uzasadniona. Branża mierzy się obecnie z istotnymi ryzykami po stronie kosztowej, takimi jak wzrost cen usług generalnego wykonawstwa oraz rosnące (do irracjonalnych poziomów) ceny gruntów. W wielu przypadkach odbija się to na kontraktacji, bowiem deweloperzy starają się podnosić ceny oraz wprowadzać projekty z najlepszymi marżami. To samo dotyczy Dom Development, który w 2Q'18 wykazał ujemną dynamikę przedsprzedaży po raz pierwszy od 1Q'13 i obawiamy się, że ta tendencja może być utrzymana też w kolejnych okresach. Problemem mogą być także opóźnienia w przekazaniach projektów (efekt braku pracowników budowlanych u podwykonawców) oraz wydłużający się czas uzyskiwania pozwoleń administracyjnych (szczególnie na rynku warszawskim). W bieżącym raporcie obniżyliśmy nasze oczekiwania wynikowe zarówno na '18, jak i lata 2019-20. W przypadku realizacji naszych założeń, które są poniżej konsensusu, '19 byłby pierwszym rokiem od '13 ze spadkiem zysku netto, a tym samym mniejszym DPS. In plus odbieramy rozbudowany bank ziemi oraz obecność na 3 dużych rynkach mieszkaniowych. Reasumując, wyznaczamy cenę docelową na poziomie 65,9 PLN/akcję, wydając zalecenie Redukuj.

Dom Development podał w raporcie bieżącym, że zakontraktował 802 lokale (pierwszy spadkowy kwartał od 2013 roku) oraz wydał 1025 mieszkań. Naszą uwagę zwraca rozkład geograficzny przedsprzedaży – w Warszawie spółka znalazła nabywców na „tylko” 566 lokali, w Trójmieście na 183 szt. i 53 szt. we Wrocławiu. Odnosząc się do sprzedaży notarialnej, spółka przekazała m.in. 173 mieszkania w ramach projektu Klasyków oraz 159 szt. w inwestycji Moderna. Tym samym szacujemy, że grupa wypracowała 484 mln PLN przychodów (+50% r/r), realizując jednocześnie 24,6% marżę brutto. Estymujemy 76,7 mln PLN EBITDA, a na poziomie netto ok. 59,9 mln PLN zysku.

W perspektywie całorocznej spodziewamy się, że grupa odda do użytku łącznie ok. 3,5 tys. mieszkań, ze szczególnie mocnym akcentem (ok. 1,6 tys. mieszkań) w 4Q'18. Patrząc jednak na trudną sytuację na rynku generalnego wykonawstwa (opóźnienia w realizacji projektów dotyczą wielu podmiotów; część inwestycji grupa będzie realizowała „własnymi siłami”), przyjęte przez nas założenia mogą okazać się wymagające. W ujęciu wynikowym przełożyłoby się to na ok. 1,7 mld PLN przychodów, 271 mln PLN EBITDA oraz 212 mln PLN zysku netto.

Wolumen kontraktacji z 1H'18 jest dla nas nieco rozczarowujący, jednak spółka już wcześniej wskazywała, że zamierza maksymalizować marżę przy zachowaniu jakości, a nie „pchać” wolumen kontraktacji za wszelką cenę. Estymujemy, że w ujęciu całorocznym podmiot znajdzie nabywców na 3,5-3,6 tys. mieszkań, przy większym udziale w strukturze projektów wrocławskich oraz trójmiejskich. Rodzi to u nas obawy, że rezultaty 2019-20 mogą być słabsze niż w '18 i odbiegać in minus od konsensusu rynkowego, a tym samym generować mniejsze wartości DPS.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	904,2	1 153,0	1 404,7	1 695,3	1 579,2	1 711,0
EBITDA [mln PLN]	106,9	162,1	242,7	271,0	242,0	238,2
EBIT [mln PLN]	102,5	156,6	235,4	262,0	231,9	228,7
Wynik netto [mln PLN]	80,8	125,8	190,8	211,5	187,4	184,1
P/BV	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
P/E	21,6	13,9	9,2	8,3	9,3	9,5
EV/EBITDA	17,7	10,6	7,7	7,4	8,7	8,6
EV/EBIT	18,5	10,9	7,9	7,7	9,0	9,0
DPS	2,2	3,2	5,0	7,6	8,5	7,5

## REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 65,9 PLN

12 LIPCA 2018, 14:02 CEST

Wycena końcowa [PLN]	65,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	70,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 747,8
Ilość akcji [mln. szt.]	25,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	90,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	69,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-3,3%
Akcjonariat (% głosów):	
Dom Development B.V.	56,7%
Jarosław Szanajca	5,8%
Aviva OFE	5,3%
Grzegorz Kiełpsz	5,1%
Pozostali	27,1%

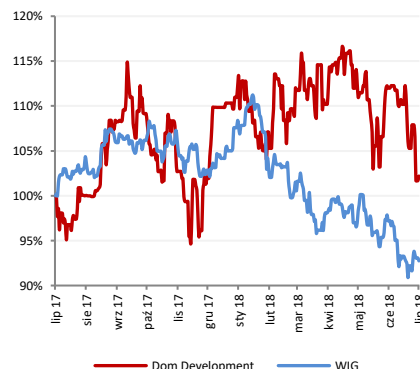
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....	9
WYNIKI ZA 1Q'2018 .....	10
PROGNOZA NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY .....	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU .....	15
OTOCZENIE RYNKOWE.....	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	20

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Dom Development dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF i analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 66,4 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 64,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,64 mld PLN, czyli **65,9 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mIn PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	1 657,6	66,4	-5%
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą	1 614,7	64,7	-8%
<b>C = (A*70%+30%*B)</b>	<b>Wycena Dom Development</b>	<b>1 644,7</b>	<b>65,9</b>	<b>-6%</b>

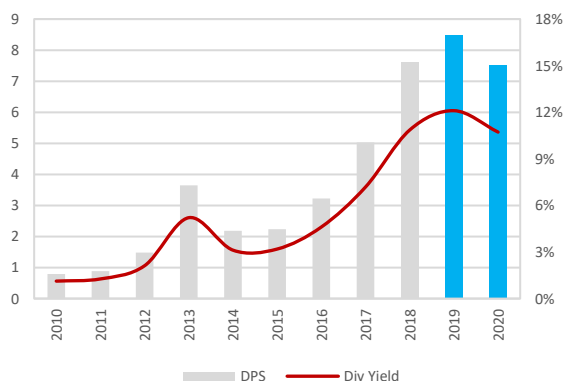
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dom Development podał w raporcie bieżącym, że zakontraktował 802 lokale (pierwszy spadkowy kwartał od 2013 roku) oraz wydał 1025 mieszkań. Naszą uwagę zwraca rozkład geograficzny przedsprzedaży – w Warszawie spółka znalazła nabywców na „tylko” 566 lokali, w Trójmieście na 183 szt. i 53 szt. we Wrocławiu. Odnosząc się do sprzedaży notarialnej, spółka przekazała m.in. 173 mieszkania w ramach projektu Klasyków oraz 159 szt. w inwestycji Moderna. Tym samym szacujemy, że grupa wypracowała 484 mln PLN przychodów (+50% r/r), realizując jednocześnie 24,6% marżę brutto. Estymujemy 76,7 mln PLN EBITDA, a na poziomie netto ok. 59,9 mln PLN zysku.

W perspektywie całorocznej spodziewamy się, że grupa odda do użytku łącznie ok. 3,5 tys. mieszkań, ze szczególnie mocnym akcentem (ok. 1,6 tys. mieszkań) w 4Q'18. Patrząc jednak na trudną sytuację na rynku generalnego wykonawstwa (opóźnienia w realizacji projektów dotyczą wielu podmiotów; część inwestycji grupa będzie realizowała „własnymi siłami” (<http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/29956358,dom-development-sa-11-2018-uchwala-zarzadu-w-sprawie-zmiany-sposobu-realizacji-inwestycji>), przyjęte przez nas założenia mogą okazać się wymagające. W ujęciu wynikowym przełożyłoby się to na ok. 1,7 mld PLN przychodów, 271 mln PLN EBITDA oraz 212 mln PLN zysku netto.

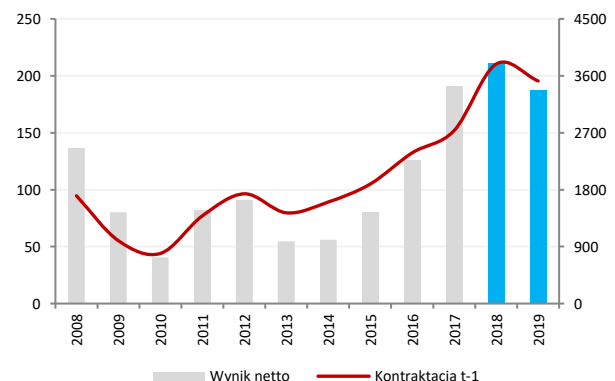
Wyniki kontraktacji, które Dom Development zaprezentował w 1H'18, są dla nas lekko rozczarowujące (tym bardziej, że zapowiadany był rozwój we Wrocławiu i Trójmieście). Sądzymy, że spadek przedsprzedaży może się utrzymać także w kolejnych okresach, biorąc pod uwagę problemy związane przede wszystkim z obszarem budowlanym (mocne wzrosty materiałów, brak pracowników, opóźnienia na budowach dotyczą całej branży). Wśród ryzyk dostrzegamy także problemy administracyjne w uzyskiwaniu pozwoleń, szczególnie na terenie Warszawy. Tym samym obawiamy się, że po dość dobrym wyniku '18 (szacujemy ok. 210-215 mln PLN zysku netto; +11% r/r), kolejne lata mogą przynieść ujemne dynamiki EPS, a tym samym DPS (w '19 prognozujemy spadek do 187 mln PLN; po raz pierwszy od '13). Na korzyść grupy działa rozbudowany bank ziemi (na ok. 14 tys. lokali) oraz ekspozycja na bardziej zamożnych klientów. Podsumowując, obniżamy nasze oczekiwania wynikowe oraz cenę docelową do 65,9 PLN/akcję, wydając zalecenie Redukuj.

Stopa dywidendy Dom Development



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kontraktacja a wynik netto Dom Development



## 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:

- Zakładamy, że Dom Development zakontraktuje w latach 2018-19 odpowiednio po 3,5-3,4 tys. lokali (założenia obniżamy również w długim terminie; ryzykiem dla całej branży są rosnące koszty wykonawstwa, opóźnienia w otrzymywaniu pozwoleń administracyjnych oraz wzrost cen gruntów).
- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać blisko 3,5 tys. mieszkań w 2018 r. oraz ok. 3,0 tys. lokali w '19. W dłuższym terminie obniżamy nasze oczekiwania, ze względu widoczne spowolnienie na rynku warszawskim i rosnące koszty, do pułapu ok. 3.3 tys. szt. p.a..
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2018-19) będzie mieścić się w przedziale 22-23%.
- Przyjęliśmy założenie o utrzymaniu obecnej polityki dywidendowej w latach 2019-20, tj. wypłaty 100% wypracowanego zysku netto, a następnie o zmniejszeniu do poziomu 60%.
- Poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów. Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyczyliśmy 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 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 25,0 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 12.07.2018 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Dom Development na poziomie 1,66 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 66,4 PLN.**

**Model DCF**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 695,3	1 579,2	1 711,0	1 595,7	1 631,1	1 686,1	1 738,8	1 788,5	1 826,8	1 859,8
EBIT [mln PLN]	262,0	231,9	228,7	205,8	206,7	211,2	215,0	218,0	218,8	218,6
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]	49,8	44,1	43,5	39,1	39,3	40,1	40,9	41,4	41,6	41,5
NOPLAT [mln PLN]	212,2	187,8	185,3	166,7	167,4	171,1	174,2	176,6	177,2	177,1
Amortyzacja [mln PLN]	9,0	10,2	9,4	9,3	9,5	9,3	9,3	9,4	9,5	9,6
CAPEX [mln PLN]	-9,8	-9,2	-9,4	-9,4	-9,2	-9,4	-9,5	-9,6	-9,7	-9,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-88,3	-92,0	44,0	-2,1	-32,5	-23,8	-20,1	-19,2	-17,7	-15,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	123,2	96,8	229,3	164,6	135,2	147,1	153,8	157,2	159,3	161,4
DFCF [mln PLN]	118,6	86,1	188,2	124,4	94,2	94,3	90,6	85,0	79,1	73,5
Suma DFCF [mln PLN]	1 033,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 039,2				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	928,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 962,7									
Dług netto [mln PLN]	115,3									
Dywidenda [mln PLN]	189,8									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>1 657,6</b>									
Ilość akcji [tys.]	25,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>66,4</b>									

Przychody zmiana r/r	20,7%	-6,8%	8,3%	-6,7%	2,2%	3,4%	3,1%	2,9%	2,1%	1,8%
EBIT zmiana r/r	11,3%	-11,5%	-1,4%	-10,0%	0,4%	2,2%	1,8%	1,4%	0,4%	-0,1%
FCF zmiana r/r	262,2%	-21,4%	136,9%	-28,2%	-17,8%	8,8%	4,6%	2,2%	1,3%	1,3%
Marża EBITDA	16,0%	15,3%	13,9%	13,5%	13,3%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%
Marża EBIT	15,5%	14,7%	13,4%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%
Marża NOPLAT	12,5%	11,9%	10,8%	10,4%	10,3%	10,1%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	108,5%	90,5%	99,3%	100,2%	96,6%	101,4%	102,2%	102,1%	102,0%	101,1%
Zmiana KO / Przychody	5,2%	5,8%	-2,6%	0,1%	2,0%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	30,4%	-79,2%	-33,4%	-1,8%	91,8%	43,3%	38,2%	38,6%	46,4%	47,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	86,07%	83,98%	85,67%	89,25%	91,01%	93,14%	95,22%	97,25%	99,22%	100,00%
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	13,93%	16,02%	14,33%	10,75%	8,99%	6,86%	4,78%	2,75%	0,78%	0,00%
WACC	8,37%	8,27%	8,35%	8,51%	8,59%	8,69%	8,78%	8,87%	8,96%	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	62,3	65,9	70,3	75,9	83,3	93,3	107,7	130,4	171,3
	0,8	58,9	62,1	65,9	70,7	76,8	85,1	96,6	113,8	142,6
	0,9	55,8	58,6	61,9	66,1	71,3	78,1	87,4	100,9	122,0
	1,0	53,0	55,4	58,4	61,9	66,4	72,1	79,8	90,5	106,5
	1,1	50,4	52,6	55,1	58,2	62,1	66,9	73,3	82,0	94,5
	1,2	48,0	49,9	52,2	54,9	58,2	62,4	67,7	74,9	84,8
	1,3	45,8	47,5	49,5	51,9	54,8	58,4	62,9	68,8	76,9

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%	66,0	70,2	75,3	81,9	90,8	103,1	121,7	152,6	214,4
	4,00%	58,9	62,1	65,9	70,7	76,8	85,1	96,6	113,8	142,6
	5,00%	53,0	55,4	58,4	61,9	66,4	72,1	79,8	90,5	106,5
	6,00%	48,0	49,9	52,2	54,9	58,2	62,4	67,7	74,9	84,8
	7,00%	43,7	45,3	47,1	49,2	51,7	54,8	58,7	63,6	70,3
	8,00%	40,0	41,3	42,7	44,4	46,3	48,7	51,6	55,2	59,8
	9,00%	36,8	37,8	39,0	40,3	41,9	43,7	45,9	48,6	52,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	100,7	96,6	93,0	89,6	86,7	83,9	81,4	79,2	77,1
	4,00%	86,9	83,0	79,5	76,4	73,7	71,2	69,0	66,9	65,1
	5,00%	76,1	72,4	69,2	66,4	63,9	61,7	59,8	58,0	56,4
	6,00%	67,3	63,9	61,0	58,5	56,3	54,4	52,6	51,1	49,7
	7,00%	60,1	57,0	54,4	52,2	50,2	48,5	46,9	45,6	44,4
	8,00%	54,1	51,3	48,9	46,9	45,1	43,6	42,3	41,1	40,0
	9,00%	48,9	46,4	44,3	42,4	40,9	39,5	38,3	37,3	36,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

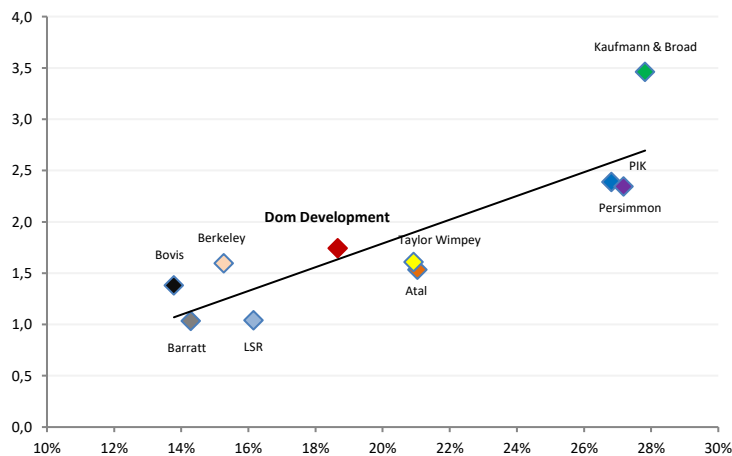
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-20 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Dom Development. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Dom Development metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **64,7 PLN**.

### Wycena porównawcza dla Dom Development

	P/E			P/BV		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Atal	6,9	7,3	7,1	1,6	1,5	1,4
PIK Group	10,6	8,9	6,3	2,9	2,4	2,0
Kaufman & Broad	13,7	12,4	12,1	3,9	3,5	3,1
Persimmon	9,0	8,6	8,4	2,4	2,3	2,2
Taylor Wimpey	8,0	7,7	7,3	1,7	1,6	1,5
Bovis Homes	11,7	10,0	8,3	1,4	1,4	1,3
Barratt Developments	7,5	7,2	6,8	1,1	1,0	1,0
LSR Group	6,7	6,4	5,7	1,1	1,0	1,0
Berkeley Group	9,1	10,5	11,2	1,7	1,6	1,5
<b>Mediana</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Dom Development	8,3	9,3	9,5	1,7	1,7	1,7
Premia/dyskonto do grupy	-7,7%	8,2%	30,6%	1,0%	9,1%	15,9%
Wycena wg wskaźnika	75,8	64,7	53,6	69,3	64,2	60,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>64,7</b>			<b>64,6</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa</b>		<b>64,7</b>				

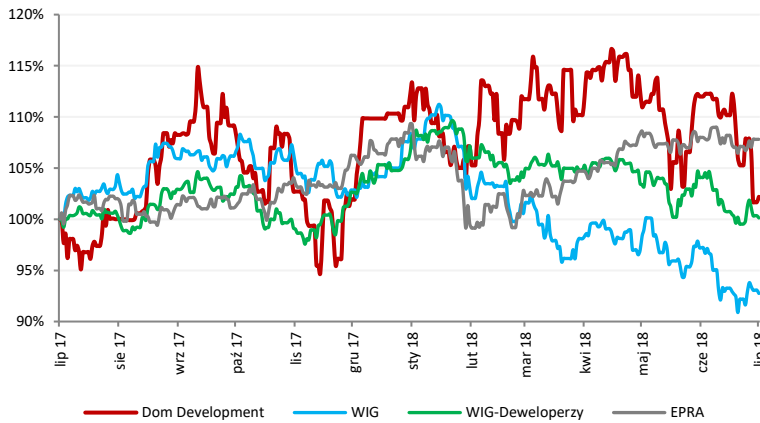
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wskaźniki ROE i P/BV dla Dom Development – prognoza na rok 2019



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

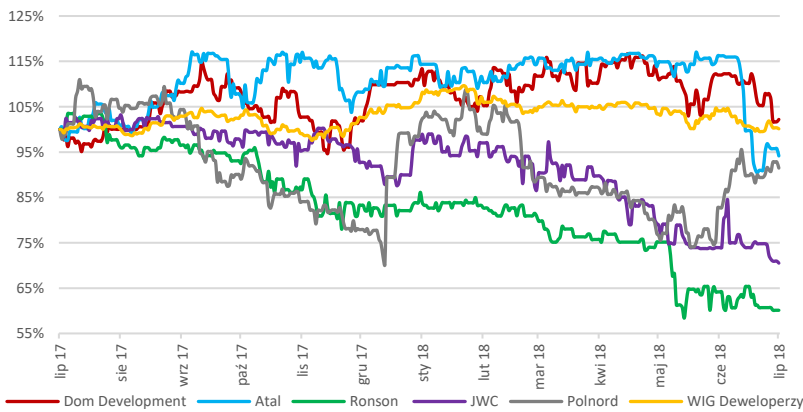
**Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych**



*W perspektywie roku walory Dom Development radziły sobie podobnie jak indeks branżowy. Obecnie dostrzegamy szeroki wachlarz ryzyk dla segmentu mieszkaniowego, co może przełożyć się na pogorszenie sentymentu do branży.*

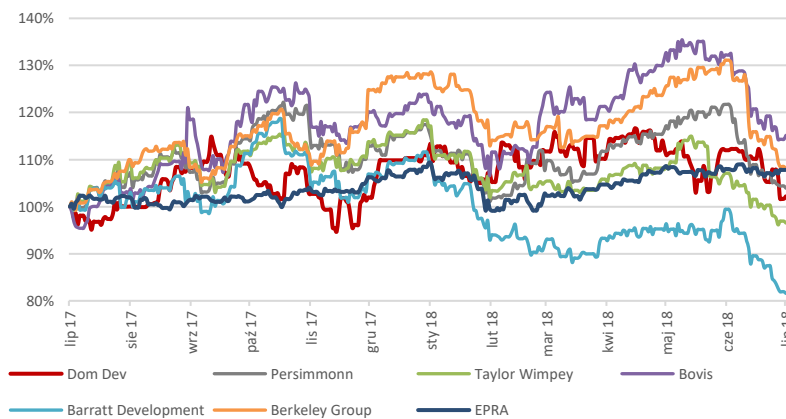
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Rynek gruntów

W ostatnich kwartałach ceny działek na terenie dużych miast znacznie podrożały. Wielu deweloperów wskazuje, że lokalizacje w Warszawie które pod koniec w '16 kosztowały ok. 1,0 tys. PLN/PUM obecnie są sprzedawane powyżej 2,5 tys. PLN/PUM (często za najlepsze działki trzeba płacić nawet po 3,0 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, presja płacowa w podmiotach świadczących usługi generalnego wykonawstwa i podwykonawstwa oraz wzrost cen materiałów powoduje, że spółki budowlane przekładają koszty na deweloperów. Stwarza to ryzyko dla realizowanych marż w prowadzonych projektach mieszkaniowych. 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. Obecnie, wielu deweloperów wskazuje na coraz częstsze opóźnienia ze strony GW, co wynika m.in. z dużych braków pracowników.

### ▪ 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. Obecnie UOKiK pracuje nad projektem ustawy, który zakłada likwidację otwartych rachunków powierniczych i zostawienie jedynie ich zamkniętej formy lub otwartej, ale tylko w połączeniu z gwarancją ubezpieczeniową lub bankową (<https://stooq.pl/n/?f=1237687&c=0&p=4+22>). W naszej ocenie brak możliwości korzystania na bieżąco ze środków wpłacanych przez klientów, może przekładać się na wolniejsze tempo uruchamiania nowych inwestycji, dalsze podwyżki cen, a w krytycznym scenariuszu do bankructw mniejszych podmiotów.

### ▪ Programy rządowe wspierające zakup mieszkania

Jest to czynnik specyficzny dla polskiego rynku. Niedawno zakończył się kolejny już państwowy program wsparcia młodych osób chcących nabyć mieszkanie MdM (wcześniej działał RnS), co w poprzednich kwartałach wpływało na zwiększenie sprzedaży lokali (zwłaszcza u deweloperów, którzy oferowali tańsze lokale, spełniające wymogi limitów cenowych) Uważamy, że podmioty z dużą ekspozycją inwestycji na MdM mogą być dodatkowo narażone na spadek realizowanych wolumenów. Obecnie swoje działanie zaczyna program Mieszkanie +, który zakłada m.in. budownictwo tanich mieszkań (rządowa odpowiedź na brakujące 2-3 mln lokali; z opcją wykupu) oraz dopłatami do czynszu dla najuboższych.

### ▪ 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 1Q'2018

Okres 1Q'18 ponownie przyniósł znacznie lepsze od oczekiwań rezultaty spółki. Deweloper oddał klientom 416 mieszkań. Przełożyło się to na wzrost przychodów do 203,5 mln PLN (+80% r/r), przy jednoczesnym zwiększeniu pierwszej marży do blisko 30% (m.in. wpływ sprzedaży notarialnej projektów Wilno i Saska). Tym samym EBITDA spółki wyniosła 24,9 mln PLN (vs 0,5 mln PLN przed rokiem), a zysk netto był bliski 17,5 mln PLN (vs strata przed rokiem).

Okres 1Q'18 przyniósł wyraźne spowolnienie kontraktacji, która ukształtowała się na poziomie 848 lokali (czyli jedynie o 5% lepiej niż przed rokiem). W naszym odczuciu jest to nieco rozczarujący wynik, biorąc pod uwagę akwizycję Euro Styl na rynku trójmiejskim. Z drugiej strony zarząd dewelopera wskazywał, że zamierza wyhamowywać przedsprzedaż w związku z rosnącymi kosztami (wykonawstwo i grunty) oraz prowadzonymi podwyżkami cen mieszkań (ma to docelowo prowadzić do obrony marż).

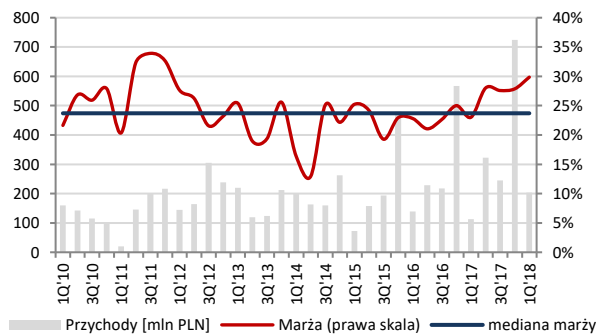
Pozytywnie oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 1Q'18 deweloper miał ok. 62 mln PLN długu netto, co w relacji do kapitałów własnych daje wartość 0,06x (nie uwzględniając środków zgromadzonych na rachunkach powierniczych). Rezultat oceniamy tym lepiej, biorąc pod uwagę zrealizowaną akwizycję Euro Styl, działającego na rynku trójmiejskim (Dom Development przeznaczył na ten cel w '17 ok. 198 mln PLN).

### Wyniki skonsolidowane Dom Development [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody	113,0	203,5	80,1%	1 127,0	1 495,2	32,7%
Wynik brutto	26,0	60,8	133,6%	265,4	420,5	58,5%
EBITDA	0,5	24,9	4556,9%	154,0	267,1	73,4%
EBIT	-1,0	22,5	-	148,3	258,9	74,5%
Wynik brutto	-1,0	22,4	-	148,5	259,6	74,8%
Wynik netto	-1,0	17,5	-	119,7	209,3	74,9%
Marża brutto	23,0%	29,9%		23,5%	28,1%	
Marża EBITDA	0,5%	12,2%		13,7%	17,9%	
Marża EBIT	-	11,1%		13,2%	17,3%	
Marża netto	-	8,6%		10,6%	14,0%	

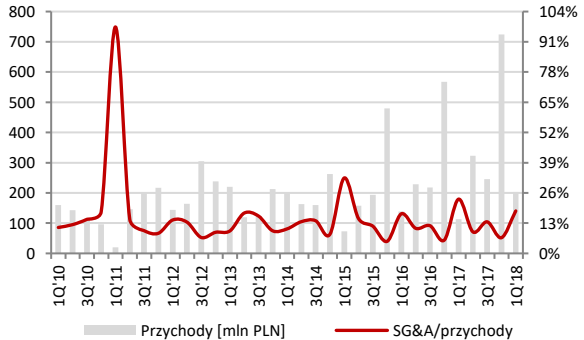
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



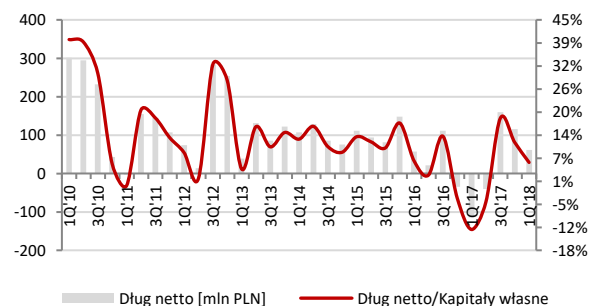
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



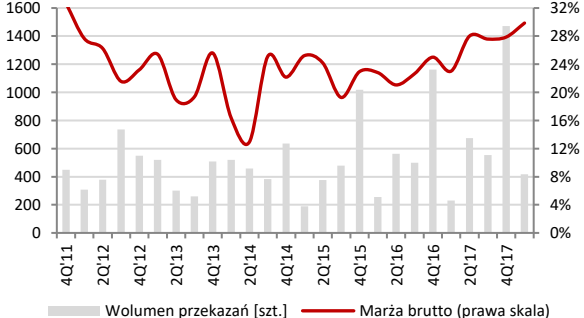
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Marża brutto i wolumen przekazania



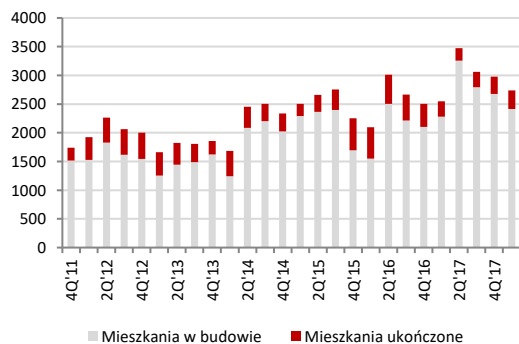
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Obecnie Dom Development realizuje ok. 38 projektów (uwzględniając EuroStyl), które obejmują ponad 5,5 tys. lokali, z czego 184 mieszkania znajdują się we Wrocławiu, a 1,2 tys. w Gdańsku. W przygotowaniu znajduje się natomiast 7,9 tys. mieszkań, w tym niemal 5,4 tys. w Warszawie (wpływ zakupu działek po lewej stronie Wisły). W 1Q'18 oferta spółki powiększyła się o 7 projektów (+1,1 tys. lokali). W sprzedaży dostępnych jest 2,7 tys. mieszkań, z czego tylko 323 są już gotowe (12% oferty).

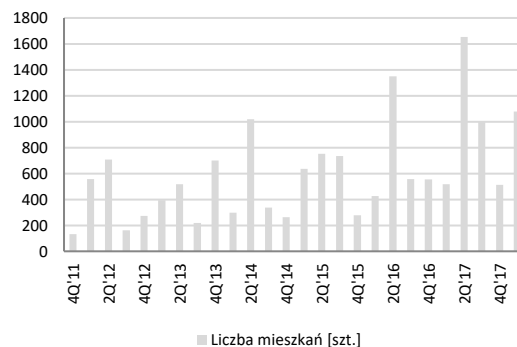
**Projekty w realizacji/przygotowaniu**

Projekt	Miasto	Realizacja	Przygotowanie	Projekt	Miasto	Realizacja	Przygotowanie
Żoliborz Artystyczny II	Warszawa	0	1 323	Księża Nowe (Rybicka)	Wrocław	132	0
Premium	Warszawa	361	0	Stabłowicka	Wrocław	0	223
Wille Lazurowa	Warszawa	102	0	Studio Arte	Wrocław	52	0
Ogrodowa	Warszawa	0	175	Księcia Witolda	Wrocław	0	138
Włodarzewska 70/72	Warszawa	0	102	Piękna	Wrocław	0	201
Ap. Park Szczęśliwicki (Przy Parku)	Warszawa	46	0	<b>Łącznie</b>		<b>184</b>	<b>562</b>
Marina Mokotów	Warszawa	0	763				
Ap. Mokotów nad Skarpą	Warszawa	190	0	<b>Projekt</b>	<b>Miasto</b>	<b>Realizacja</b>	<b>Przygotowanie</b>
Cybernetyki 17	Warszawa	633	0	Os. Viridis	Gdynia	74	0
Wille Taneczna	Warszawa	0	78	Idea	Gdańsk	131	183
Ap. Dolny Mokotów (Sobieskiego)	Warszawa	153	0	Nowy Horyzont	Gdańsk	76	0
Dom Na Bartyckiej	Warszawa	131	0	Spektrum	Gdańsk	570	0
Regaty	Warszawa	272	0	Impuls 2	Gdańsk	208	0
Palladium (Akacje)	Warszawa	0	566	Os. Beauforta	Gdańsk	26	582
Port Żerań (Kowalczyka)	Warszawa	362	482	Scena Apartamenty	Gdynia	61	0
Moderna	Warszawa	187	0	Krynicka	Pruszcz Gdański	0	158
Amsterdam (Samarytanka)	Warszawa	576	0	Futura Park	Gdańsk	50	0
Wilno	Warszawa	520	1 369	Zielony Południk (Starogardzka)	Gdańsk	0	587
Forma (Motorowa)	Warszawa	507	0	Kwartet	Gdańsk	27	9
Siennicka	Warszawa	0	557	Rumia Stoczniovców	Gdynia	0	250
<b>Łącznie</b>		<b>4 040</b>	<b>5 415</b>	Gdynia Morska	Gdynia	0	158
				<b>Łącznie</b>		<b>1 223</b>	<b>1 927</b>

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'18 I KOLEJNE OKRESY

Dom Development podał w raporcie bieżącym, że zakontraktował 802 lokale (pierwszy spadkowy kwartał od 2013 roku) oraz wydał 1025 mieszkań. Naszą uwagę zwraca rozkład geograficzny przedsprzedaży – w Warszawie spółka znalazła nabywców na „tylko” 566 lokali, w Trójmieście na 183 szt. i 53 szt. we Wrocławiu. Odnosząc się do sprzedaży notarialnej, spółka przekazała m.in. 173 mieszkania w ramach projektu Klasyków oraz 159 szt. w inwestycji Moderna. Tym samym szacujemy, że grupa wypracowała 484 mln PLN przychodów (+50% r/r), realizując jednocześnie 24,6% marżę brutto. Estymujemy 76,7 mln PLN EBITDA, a na poziomie netto ok. 59,9 mln PLN zysku.

W perspektywie całorocznej spodziewamy się, że grupa odda do użytku łącznie ok. 3,5 tys. mieszkań, ze szczególnie mocnym akcentem (ok. 1,6 tys. mieszkań) w 4Q'18. Patrząc jednak na trudną sytuację na rynku generalnego wykonawstwa (opóźnienia w realizacji projektów dotyczących wielu podmiotów; część inwestycji grupa będzie realizowała „własnymi siłami” (<http://infostrefa.com/infostrefa.pl/wiadomosci/29956358,dom-development-sa-11-2018-uchwala-zarządu-w-sprawie-zmiany-sposobu-realizacji-inwestycji>), przyjęte przez nas założenia mogą okazać się wymagające. W ujęciu wynikowym przełożyłoby się to na ok. 1,7 mld PLN przychodów, 271 mln PLN EBITDA oraz 212 mln PLN zysku netto.

Wolumen kontraktacji z 1H'18 jest dla nas nieco rozczarowujący, jednak spółka już wcześniej wskazywała, że zamierza maksymalizować marżę przy zachowaniu jakości, a nie „pchać” wolumen kontraktacji za wszelką cenę. Estymujemy, że w ujęciu całorocznym podmiot znajdzie nabywców na 3,5-3,6 tys. mieszkań, przy większym udziale w strukturze projektów wrocławskich oraz trójmiejskich. Rodzi to u nas obawy, że rezultaty 2019-20 mogą być słabsze niż w '18 i odbiegać in minus od konsensusu rynkowego, a tym samym generować mniejsze wartości DPS.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18P	zmiana r/r	1H'17	1H'18P	zmiana r/r	2017	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana
Przychody	322,5	484,1	50,1%	435,5	687,6	57,9%	1 404,7	1 695,3	20,7%	1 579,2	-6,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	90,3	119,2	31,9%	116,4	180,0	54,7%	385,7	432,9	12,2%	402,2	-7,1%
EBITDA	59,9	76,7	28,1%	60,4	101,5	68,1%	242,7	271,0	11,7%	242,0	-10,7%
EBIT	58,3	74,4	27,7%	57,3	97,0	69,1%	235,4	262,0	11,3%	231,9	-11,5%
Wynik brutto	59,0	73,9	25,2%	58,0	96,3	65,9%	236,2	261,9	10,9%	231,3	-11,7%
Wynik netto	49,0	59,9	22,3%	48,0	77,4	61,3%	190,8	211,5	10,9%	187,4	-11,4%
marża brutto ze sprzedaży	28,0%	24,6%		26,7%	26,2%		27,5%	27,5%		59,1%	
marża EBITDA	18,6%	15,8%		13,9%	14,8%		17,3%	17,3%		56,4%	
marża EBIT	18,1%	15,4%		13,2%	14,1%		16,8%	16,8%		54,6%	
marża netto	15,2%	12,4%		11,0%	11,3%		13,6%	13,6%		52,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

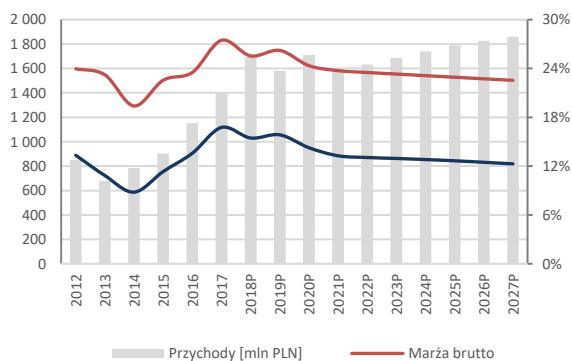
	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	139,1	228,7	218,2	567,1	113,0	322,5	245,2	724,0	203,5	484,1	241,0	766,7	1 153,0	1 404,7	1 695,3	1 579,2	1 711,0
Wynik brutto ze sprzedaży	31,7	48,1	49,4	141,8	26,0	90,3	67,6	201,8	60,8	119,2	55,4	197,6	271,1	385,7	432,9	402,2	402,3
SG&A	23,7	24,7	26,0	32,4	26,4	29,9	33,3	48,9	37,2	44,3	40,3	46,7	106,8	138,4	168,4	169,4	172,4
EBITDA	8,6	24,6	22,4	106,5	0,5	59,9	34,5	147,8	24,9	76,7	17,1	152,4	162,1	242,7	271,0	242,0	238,2
EBIT	7,3	23,2	21,0	105,0	-1,0	58,3	32,4	145,7	22,5	74,4	14,9	150,2	156,6	235,4	262,0	231,9	228,7
Wynik brutto	6,4	23,2	20,9	105,5	-1,0	59,0	32,1	146,1	22,4	73,9	15,8	149,8	155,9	236,2	261,9	231,3	227,2
Wynik netto	5,1	18,4	16,8	85,4	-1,0	49,0	26,0	116,8	17,5	59,9	12,8	121,3	125,8	190,8	211,5	187,4	184,1
Marża brutto ze sprzedaży	22,8%	21,1%	22,6%	25,0%	23,0%	28,0%	27,6%	27,9%	29,9%	24,6%	23,0%	25,8%	23,5%	27,5%	25,5%	25,5%	23,5%
Marża EIBTDA	6,2%	10,7%	10,3%	18,8%	0,5%	18,6%	14,1%	20,4%	12,2%	15,8%	7,1%	19,9%	14,1%	17,3%	16,0%	15,3%	13,9%
Marża EBIT	5,3%	10,2%	9,6%	18,5%	-0,8%	18,1%	13,2%	20,1%	11,1%	15,4%	6,2%	19,6%	13,6%	16,8%	15,5%	14,7%	13,4%
Marża brutto	4,6%	10,1%	9,6%	18,6%	-0,9%	18,3%	13,1%	20,2%	11,0%	15,3%	6,6%	19,5%	13,5%	16,8%	15,4%	14,6%	13,3%
Marża netto	3,7%	8,1%	7,7%	15,1%	-0,9%	15,2%	10,6%	16,1%	8,6%	12,4%	5,3%	15,8%	10,9%	13,6%	12,5%	11,9%	10,8%
Liczba lokali sprzedanych	615	701	705	714	806	850	1081	1049	848	802	943	925	2 735	3 786	3 518	3 385	3 399
Liczba lokali przekazanych	196	504	500	1 162	230	635	553	1 472	417	1 025	499	1 554	2 482	2 890	3 495	2 931	3 028

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

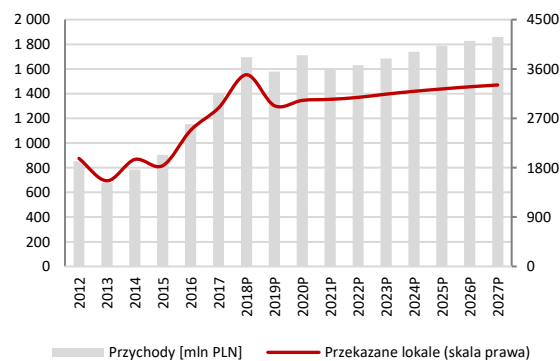
**Prognoza przychodów wg poszczególnych projektów w okresie 2Q'18-1Q'20\***

Projekt	Liczba lokali w projekcie	Przychody [mln PLN]							
		2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20
Palladium, etap 2	214	10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Al. Piastów	177	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska II	379	21,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Regaty	144	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pod różami	123	5,9	58,5	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska nad Jeziorem, etap 3	236	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Pod Różami, etap 3	47	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Mokotów nad Skarpą, etap 1	183	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Premium, etap 2	237	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Moderna, etap 2	194	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Wille Tanečna	119	13,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ursynovia, etap 2	111	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saska III	359	41,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Żoliborz Artystyczny, etap 7	140	9,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amsterdam, etap 1	60	5,3	21,3	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Klasyków Wille Miejskie, etap 2	204	78,7	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aura, etap 2	172	51,9	15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Premium, etap 3	134	64,7	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Moderna, etap 4	189	87,1	16,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Wilno VI, etap 1	300	0,0	0,0	67,6	33,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Forma, etap 1	89	0,0	32,8	10,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Premium, etap 5	113	0,0	0,0	54,5	10,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Cybernetyki 17, etap 1	146	0,0	0,0	20,6	52,9	12,3	0,0	0,0	0,0
Os. Amsterdam, 2 etap	314	0,0	0,0	23,9	106,4	36,7	0,0	0,0	0,0
Wille Lazurowa, etap 2	102	0,0	0,0	39,5	10,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Mokotów nad Skarpą, etap 2	190	0,0	0,0	72,6	39,6	13,2	0,0	0,0	0,0
Os. Premium, etap 4	248	0,0	0,0	52,3	70,7	21,5	8,0	0,0	0,0
Os. Forma, etap 2, faza I	199	0,0	0,0	67,7	41,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Cybernetyki 17, etap 2	247	0,0	0,0	52,9	70,6	21,8	0,0	0,0	0,0
Os. Dom na Bartyckiej, etap 1	131	0,0	0,0	50,0	23,5	3,5	0,0	0,0	0,0
Port Żerań, etap 1	362	0,0	0,0	49,0	88,2	30,4	9,8	0,0	0,0
Os. Moderna, etap 3	187	0,0	0,0	47,5	29,4	11,9	0,0	0,0	0,0
Ap. Park Szczeńilwicki	46	0,0	0,0	10,1	18,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Apartamenty Scena	55	0	0	11,9	14,9	6,0	0	0	0
Idea	60	8,5	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spektrum	338	0,0	41,8	75,2	24,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuls 2	201	50,1	6,3	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Cytrusowe	100	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nowy Horyzont	76	0,0	0,0	12,9	5,2	1,6	0,0	0,0	0,0
Brama Żuław, etap 1	49	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kwartet Macierzy Szkolnej	35	0,0	7,3	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Viridis, etap 1	58	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Os. Viridis, etap 2/3	76	0,0	3,7	14,7	5,5	4,1	0,0	0,0	0,0
Os. Regaty, etap 7	272	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,0	86,2	33,4
Księżę Nowe, etap 1	132	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,2	28,2	0,0
Studio Arte, etap 1	52	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,0	5,3	0,0
Os. Forma, etap 2, faza II	213	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	47,4	32,4	4,3
Os. Spektrum, etap 2	232	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	77,7
Os. Cybernetyki, etap 4	240	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,2	75,6	22,7
Ap. Dolny Mokotów, etap 1	153	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,8	107,1
Os. Beauforta, etap 2	54	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,7
Os. Idea, etap B7	27	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,3	3,8
Os. Amsterdam, etap 3	202	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	73,4	22,6
Os. Idylla, etap 1	83	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,4	6,5
Os. Idea, etap B8	38	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,8	5,6
Kolonia A. Jantar (ŻA)	273	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,7	38,9
Zielony Południk, etap 1	52	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9	3,0
Centaurus Apartamenty	172	0	0	0	0	0	0	21,6	21,6
<b>RAZEM</b>		<b>484,1</b>	<b>241,0</b>	<b>766,7</b>	<b>650,9</b>	<b>162,9</b>	<b>147,6</b>	<b>551,5</b>	<b>357,8</b>

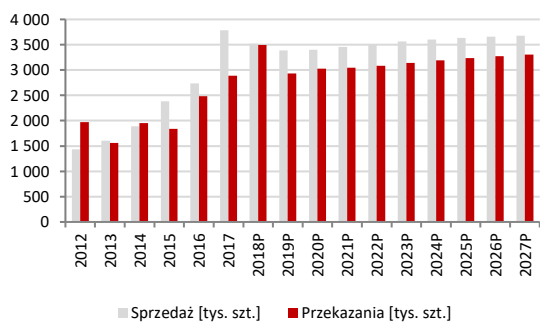
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*prezentujemy projekty, które już znajdują się w ofercie

**Marże EBIT i netto**


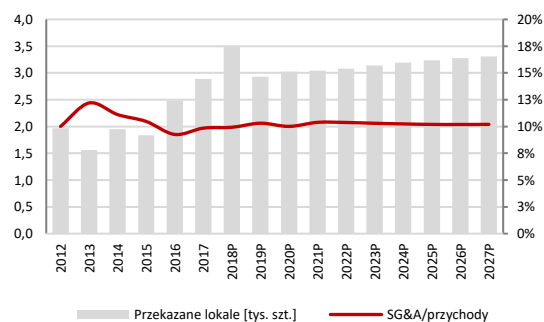
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody [mln PLN] vs przekazania**


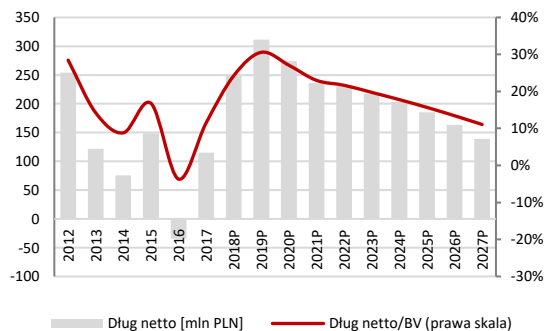
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Kontrakcja vs przekazania lokali**


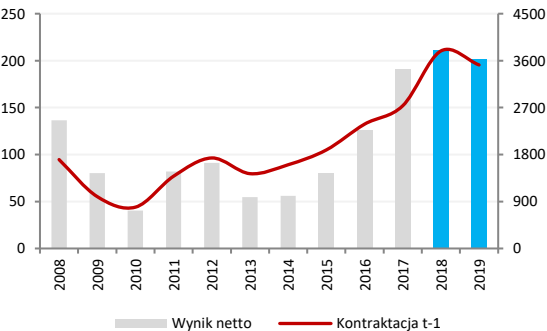
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przekazania vs SG&A**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zadłużenie netto**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Kontrakcja a wynik netto**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z października '17 zrewidowaliśmy harmonogram projektów oraz ich przekazań. W tabelach poniżej prezentujemy w prognozach rezultaty Euro Styl. Tym samym w '18 oczekujemy 1,7 mld PLN przychodów, ok. 271 mln PLN EBITDA i ok. 212 mln PLN zysku netto. Mniejsza, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba zakontraktowanych mieszkań w '18 powinna przełożyć się na wypracowanie słabszych wyników także w '19. W modelu dalej przyjmujemy wypłatę dywidendy w wys. 100% zysku netto w latach 2018-19.

### Zmiany założeń w modelu względem raportu z października '17

	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r	2019 stara	2019 nowa	zmiana r/r	2020 stara	2020 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 612,2	1 695,3	5,2%	1 671,0	1 579,2	-5,5%	1 549,2	1 711,0	10,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	440,6	432,9	-1,7%	437,8	402,2	-8,1%	379,3	402,3	6,1%
EBITDA	317,1	271,0	-14,5%	310,7	242,0	-22,1%	257,6	238,2	-7,5%
EBIT	307,6	262,0	-14,8%	300,7	231,9	-22,9%	248,0	228,7	-7,8%
Wynik brutto	306,7	261,9	-14,6%	302,1	231,3	-23,4%	247,0	227,2	-8,0%
Wynik netto	248,4	211,5	-14,9%	244,7	187,4	-23,4%	200,1	184,1	-8,0%
marża brutto	27,3%	25,5%		26,2%	25,5%		24,5%	23,5%	
marża EBITDA	19,7%	16,0%		18,6%	15,3%		16,6%	13,9%	
marża EBIT	19,1%	15,5%		18,0%	14,7%		16,0%	13,4%	
marża netto	15,4%	12,5%		14,6%	11,9%		12,9%	10,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Porównanie prognoz BDM vs konsensus Bloomberg [mln PLN]

	2018 BDM	2018 kons.	odchylenie	2019 BDM	2019 kons.	odchylenie	2020 BDM	2020 kons.	odchylenie
Przychody	1 695,3	1 719,0	-1,4%	1 579,2	1 696,0	-6,9%	1 711,0	1 943,0	-11,9%
EBITDA	271,0	290,3	-6,6%	242,0	285,8	-15,3%	238,2	297,5	-19,9%
EBIT	262,0	284,9	-8,0%	231,9	267,1	-13,2%	228,7	291,3	-21,5%
Wynik netto	211,5	231,1	-8,5%	187,4	215,1	-12,9%	184,1	237,9	-22,6%

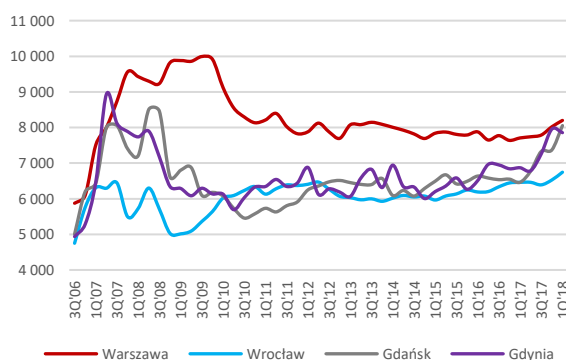
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## OTOCZENIE RYNKOWE

Z analiz REAS wynika, że 1Q'18 przyniósł mocny rezultat na krajowym rynku deweloperskim, jednak można doszukiwać się pewnych oznak spowolnienia. W 6 największych aglomeracjach, kontrakcja wyniosła 18,4 tys. mieszkań, co oznacza praktycznie płaski rezultat r/r i Q/Q (symboliczny spadek o ok. 2%). Do oferty wprowadzonych zostało ok. 14,9 tys. lokali (-7% r/r; w ostatnich 12 miesiącach ok. 70 tys. szt.), a łączny poziom oferty szacuje się na blisko 45 tys. jednostek (vs 48,2 tys. lokali na koniec '17). REAS podaje także, że wysoka przedsprzedaż przekłada się na niski odsetek gotowych lokali w bieżącej ofercie (spadek o 26% w 1Q'18), a dodatkowo blisko 75% budowanych mieszkań, które zostaną przekazane w br. jest już wyprzedanych. REAS wskazuje na wzrost średniej ceny, który jest efektem zakończenia programu MdM (deweloperzy ograniczyli przez to podaż tańszych inwestycji), wysokiego popytu inwestycyjnego oraz wzrostu kosztów wykonawstwa (wg REAS w niektórych przypadkach nawet po 30%). 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.

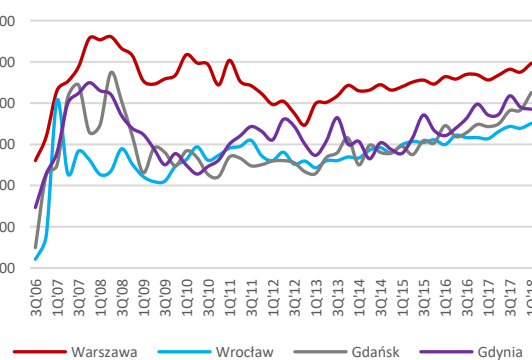
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest przyspieszenie wzrostu cen ofertowych i transakcyjnych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W miastach, w których działa Dom Development, ceny transakcyjne wzrosły w 1Q'18 odpowiednio o: w Warszawie o 5,3% r/r, w Gdańsku o 12,8% r/r, a we Wrocławiu o 6,1% r/r.

**Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Dom Development**



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

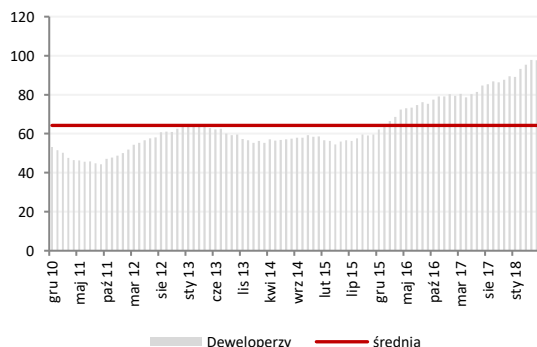
**Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Dom Development**



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

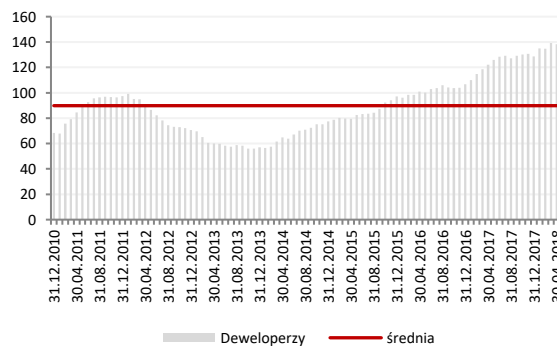
Według danych GUS w ostatnich miesiącach kontynuowane jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego i silnego popytu (spadający ciągle czas wyprzedzania oferty; w Warszawie są to już nieco ponad 2 kwartały). Liczba wydawanych pozwoleń i rozpoczynanych budów przekracza istotnie przekazywany wolumen. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 60% 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.]**

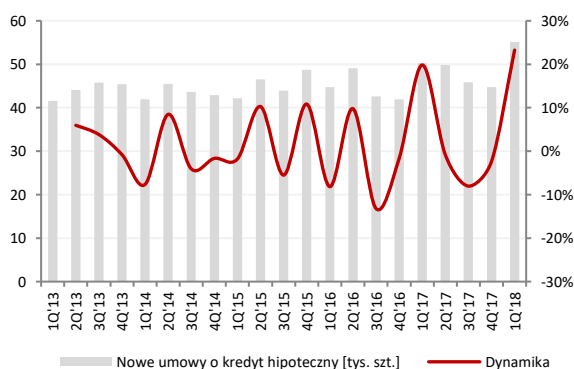


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy



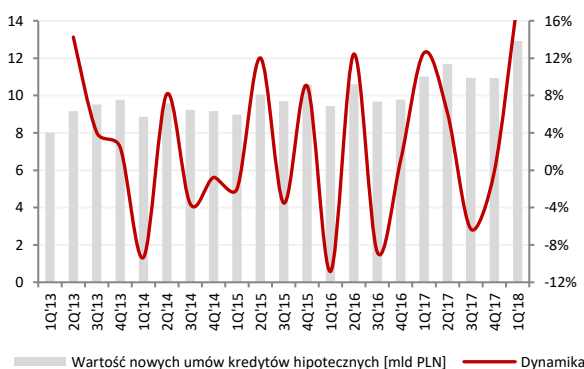
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, utrzymujące się niskie stopy procentowe, rosnąca siła nabywczą, wzrost kosztów wykonawstwa, rosnące ceny gruntów i regulacje prawne (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego; w przyszłości może dojść także specustawa mieszkaniowa oraz zmiany dot. ORP i ZRP). 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'18 utrzymało się średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów mieszkaniowych (przeciętne oprocentowanie wynosi 3,79%, a marża ok. 2,06%). Zdaniem władz banku centralnego wraz z 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 2018-19, a może także i w '20.

#### Nowe umowy o kredyt hipoteczny



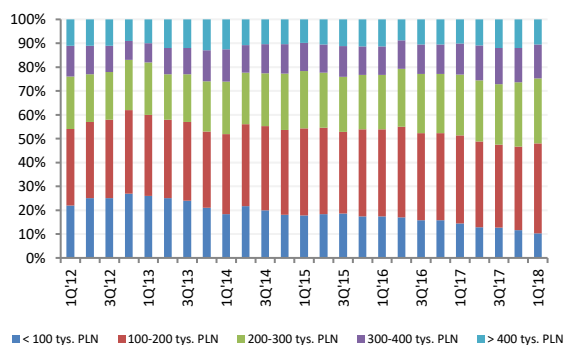
Źródło: ZBP

#### Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



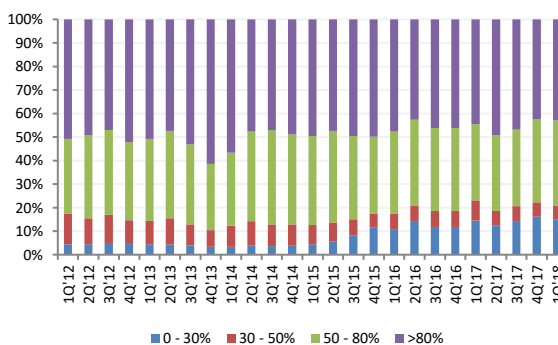
Źródło: ZBP

#### Struktura wartościowa nowych kredytów



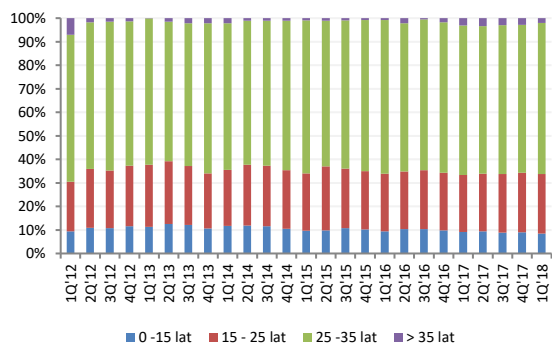
Źródło: AMRON, ZBP

#### Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



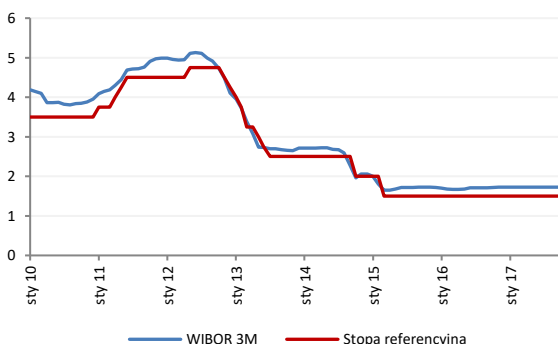
Źródło: AMRON, ZBP

#### Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



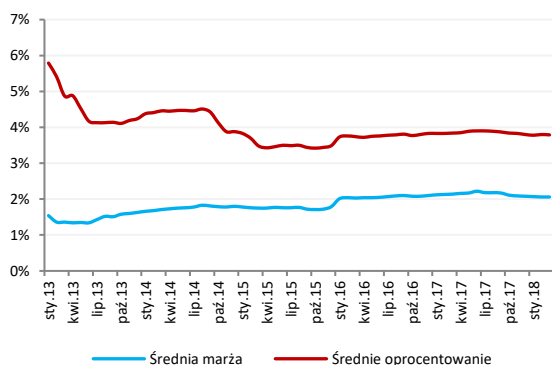
Źródło: AMRON, ZBP

#### WIBOR 3M vs stopa referencyjna



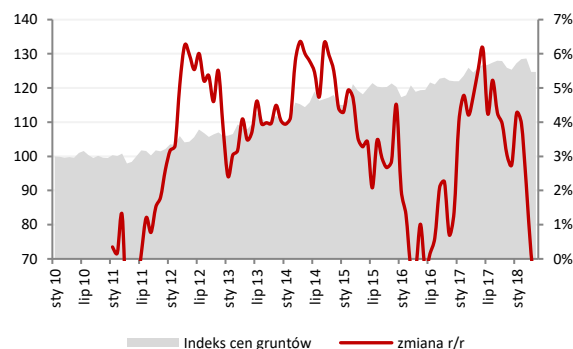
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

## Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

## Indeks cen gruntów

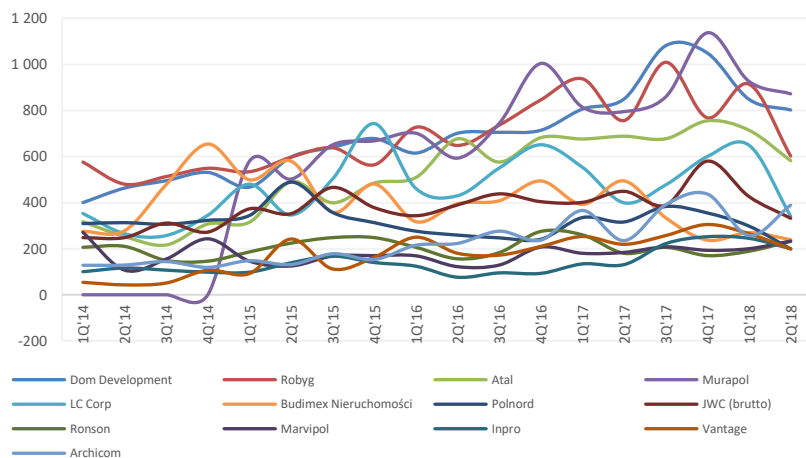
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., <https://www.bankier.pl/nieruchomosci/ceny-mieszkan>

Pomimo korzystnego otoczenia makro, okres 1H'18 przyniósł w wielu przypadkach istotne spowolnienie i spadek kontraktacji. Wskazane w poniższej tabeli podmioty znalazły w 2Q'18 łącznie ok. 5,2 tys. nabywców (uwzględniając też mniejsze podmioty ok. 5,6 tys. mieszkań), czyli o 8% mniej niż przed rokiem. W naszej ocenie ograniczanie przedsprzedaży oraz podaży nowych inwestycji jest po części pochodną wysokiej bazy z ubiegłych okresów, ale także szeregu trudności po stronie kosztowej, m.in. rosnących kosztów wykonawstwa i cen gruntu, co z kolei powoduje „skracanie” oferty i podnoszenie cen lokali (w uproszczeniu: podaż nie nadąża za popytem). W 2Q'18 najwyższą sprzedaż zanotował Murapol, który zakontraktował 872 lokale (+10% r/r); pozytywne rezultaty pod względem tempa przyrostu odnotowały także Marvipol, Ronson i Inpro, które miały niezbyt wymagające bazy. Z drugiej strony, duże spowolnienie widać w przypadku dotychczasowych liderów branży. Dom Development osiągnął wynik 802 szt., czyli o 6% mniej niż w 2Q'17, co tym samym oznacza pierwszy spadkowy kwartał od 1Q'13. Na dużym minusie dynamiki miały Robyg (602 szt. i -20% r/r; w komunikacie prasowym p. Kazahnelson wskazał, że we wrześniu grupa może zrewidować swoje cele operacyjne na ten rok), Atal (582 szt., -15% r/r), LC Corp (341 szt., -15% r/r) i JWC (332 szt., -26% r/r).

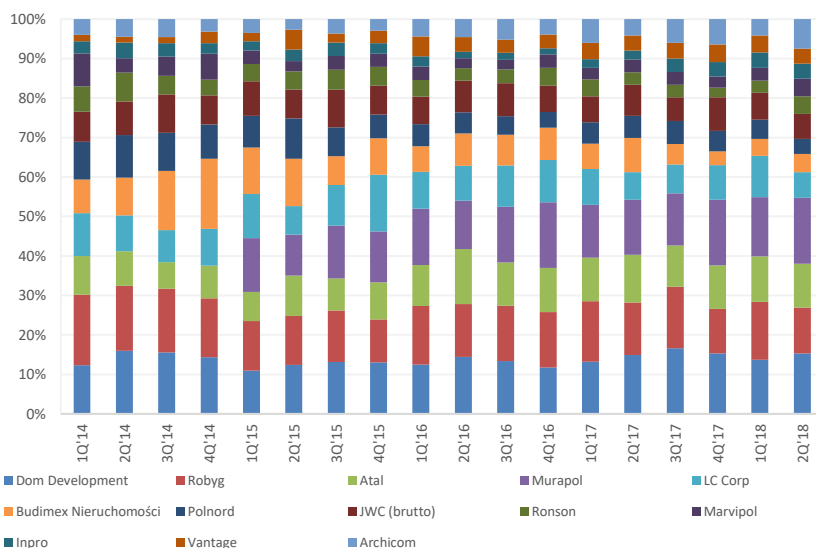
## Wyniki sprzedażowe deweloperów w 2Q'18

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	zmiana 2Q'18/2Q'17	2015	2016	2017	1H'18
Dom Development	615	701	705	714	806	850	1 081	1 049	848	802	-5,6%	2 383	2 735	3 786	1 650
Robyg	727	648	736	846	937	756	1 009	768	914	602	-20,4%	1 918	2 957	3 470	1 516
Atal	509	677	576	682	676	688	677	755	714	582	-15,4%	2 333	2 444	2 796	1 296
Murapol	701	593	744	1 004	814	795	859	1 137	926	872	9,7%	1 503	3 042	3 605	1 798
LC Corp	461	430	550	651	553	399	477	600	649	341	-14,5%	1 569	2 092	2 029	990
Budimex Nier.	317	395	408	494	392	494	334	237	270	239	-51,6%	906	1 614	1 457	509
Polnord	276	259	247	241	335	316	383	355	298	199	-37,0%	609	1 023	1 389	497
JWC (brutto)	343	390	438	404	401	449	389	580	426	332	-26,1%	1 690	1 575	1 819	758
Ronson	206	156	183	275	260	180	206	170	189	232	28,9%	545	820	816	421
Marvipol	169	122	129	207	180	184	208	193	200	233	26,6%	609	627	765	433
Inpro	124	76	95	93	134	131	222	252	245	200	52,7%	610	388	739	445
Vantage	250	180	172	210	253	219	257	305	265	199	-9,1%	366	812	1 034	464
Archicom	215	223	276	237	366	235	391	437	257	389	65,5%	2 072	951	1 429	646
<b>RAZEM</b>	<b>4 913</b>	<b>4 850</b>	<b>5 259</b>	<b>6 058</b>	<b>6 107</b>	<b>5 696</b>	<b>6 493</b>	<b>6 838</b>	<b>6 201</b>	<b>5 222</b>	<b>-8,3%</b>	<b>17 113</b>	<b>21 080</b>	<b>25 134</b>	<b>11 423</b>

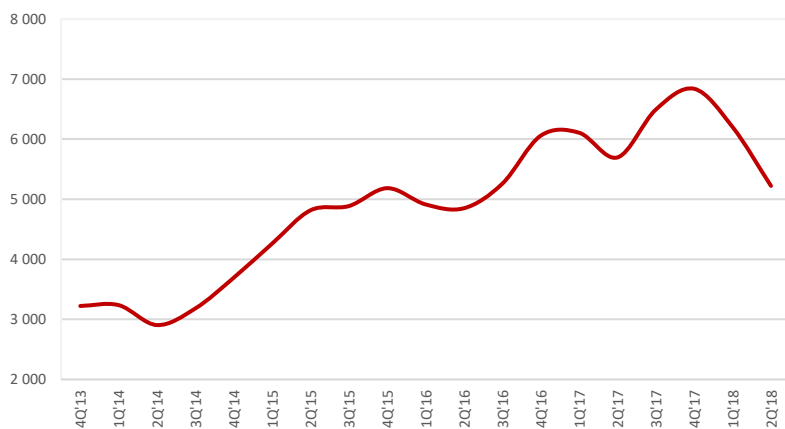
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

**Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych**


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**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]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>7,5</b>	<b>13,2</b>	<b>18,7</b>	<b>20,5</b>	<b>30,8</b>	<b>34,2</b>	<b>33,3</b>	<b>33,2</b>	<b>33,2</b>	<b>32,9</b>	<b>33,0</b>	<b>33,2</b>	<b>33,4</b>	<b>33,6</b>	<b>33,7</b>
Wartości niematerialne i prawne	1,2	2,6	3,5	3,9	10,4	11,0	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,6	10,7	10,8	10,8
Rzeczowe aktywa trwałe	4,7	6,3	7,0	7,6	10,5	11,4	10,9	10,8	10,9	10,7	10,7	10,9	11,0	11,1	11,1
Długoterminowe należności	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	1,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1721,4</b>	<b>1593,1</b>	<b>1734,2</b>	<b>1956,8</b>	<b>2359,6</b>	<b>2478,3</b>	<b>2463,5</b>	<b>2409,8</b>	<b>2384,6</b>	<b>2413,1</b>	<b>2446,0</b>	<b>2478,7</b>	<b>2509,9</b>	<b>2538,1</b>	<b>2593,3</b>
Zapasy	1346,6	1231,5	1478,7	1507,6	1989,1	2264,7	2282,5	2234,7	2223,0	2258,3	2297,8	2331,6	2361,4	2385,3	2403,7
Należności z tyt. dostaw i usług	43,3	5,5	27,5	9,3	34,9	42,2	44,6	44,8	45,1	44,0	45,2	46,7	48,1	49,3	50,2
Pozostałe aktywa obrotowe	4,1	3,2	2,7	2,8	4,0	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Krótkoterminowe aktywa finansowe	5,2	34,5	3,7	22,8	51,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	322,3	318,3	221,6	414,3	279,7	87,5	52,5	46,4	32,7	26,9	19,0	16,5	16,5	19,6	55,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>1728,9</b>	<b>1606,3</b>	<b>1753,0</b>	<b>1977,3</b>	<b>2390,4</b>	<b>2512,5</b>	<b>2496,8</b>	<b>2443,0</b>	<b>2417,8</b>	<b>2446,0</b>	<b>2479,0</b>	<b>2512,0</b>	<b>2543,3</b>	<b>2571,7</b>	<b>2627,0</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>856,5</b>	<b>858,3</b>	<b>883,4</b>	<b>929,5</b>	<b>1002,3</b>	<b>1028,0</b>	<b>1003,8</b>	<b>1000,6</b>	<b>1056,0</b>	<b>1123,3</b>	<b>1194,0</b>	<b>1265,6</b>	<b>1337,9</b>	<b>1409,7</b>	<b>1481,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</b>	<b>488,6</b>	<b>317,6</b>	<b>432,1</b>	<b>325,3</b>	<b>410,7</b>	<b>450,2</b>	<b>500,2</b>	<b>450,2</b>	<b>360,2</b>	<b>320,2</b>	<b>220,2</b>	<b>220,2</b>	<b>170,2</b>	<b>120,2</b>	<b>100,2</b>
Kredyty i pożyczki długoterminowe	174,0	98,0	100,0	0,0	35,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	270,0	170,0	270,0	260,0	260,0	300,0	400,0	350,0	260,0	220,0	170,0	120,0	70,0	20,0	0,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	23,7	27,7	30,7	34,4	56,2	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>383,7</b>	<b>430,3</b>	<b>437,4</b>	<b>722,5</b>	<b>977,4</b>	<b>1034,3</b>	<b>992,7</b>	<b>992,2</b>	<b>1001,6</b>	<b>1002,4</b>	<b>1014,8</b>	<b>1026,2</b>	<b>1035,2</b>	<b>1041,8</b>	<b>1045,8</b>
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	140,4	139,8	190,5	218,7	271,4	280,5	266,4	263,1	259,8	249,0	251,4	254,8	257,5	258,9	258,9
Zobowiązania oprocentowane - część krótkoterminowa	0,0	126,0	0,0	120,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. odsetek od kredytów i obligacji	3,8	3,7	3,4	3,9	1,4	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Rozliczenia międzyokresowe	231,6	151,6	235,0	349,1	568,3	727,2	699,8	702,6	715,2	726,8	736,8	744,8	751,1	756,3	760,3
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,0	9,2	8,4	30,8	36,2	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>1728,9</b>	<b>1606,3</b>	<b>1753,0</b>	<b>1977,3</b>	<b>2390,4</b>	<b>2512,5</b>	<b>2496,8</b>	<b>2443,0</b>	<b>2417,8</b>	<b>2446,0</b>	<b>2479,0</b>	<b>2512,0</b>	<b>2543,3</b>	<b>2571,7</b>	<b>2627,0</b>

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	676,4	784,3	904,2	1153,0	1404,7	1695,3	1579,2	1711,0	1595,7	1631,1	1686,1	1738,8	1788,5	1826,8	1859,8
Koszty produktów, towarów i materiałów	519,3	632,2	700,2	881,9	1018,9	1262,4	1177,0	1308,7	1222,0	1252,6	1298,1	1342,0	1384,0	1417,1	1446,1
Zysk brutto ze sprzedaży	157,1	152,0	203,9	271,1	385,7	432,9	402,2	402,3	373,6	378,5	388,0	396,8	404,6	409,7	413,7
Koszty sprzedaży	40,1	39,8	45,6	47,4	62,8	81,2	82,1	83,0	77,4	79,1	81,8	84,3	86,7	88,6	90,2
Koszty zarządu	42,4	47,4	49,1	59,4	75,6	87,2	87,2	89,4	89,4	91,6	93,9	96,3	98,7	101,2	103,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	31,2	36,5	38,6	48,6	55,0	69,1	74,1	73,8	75,5	77,1	79,0	80,8	82,9	85,0	87,2
EBITDA	76,5	72,3	106,9	162,1	242,7	271,0	242,0	238,2	215,1	216,1	220,5	224,3	227,4	228,3	228,2
EBIT	73,3	69,0	102,5	156,6	235,4	262,0	231,9	228,7	205,8	206,7	211,2	215,0	218,0	218,8	218,6
Saldo działalności finansowej	-3,6	0,4	-1,8	-0,7	0,8	-0,1	-0,6	-1,5	-1,0	-0,7	-0,4	-0,1	0,3	0,8	1,2
Zysk (strata) brutto	69,7	69,4	100,6	155,9	236,2	261,9	231,3	227,2	204,8	206,0	210,8	214,9	218,3	219,5	219,8
Zysk (strata) netto	54,5	55,9	80,8	125,8	190,8	211,5	187,4	184,1	165,9	166,8	170,8	174,1	176,8	177,8	178,0

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-8,7	136,9	-40,0	265,2	198,1	48,7	135,7	240,7	196,1	143,0	151,6	159,5	164,1	168,8	172,2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	231,5	-36,6	23,1	-6,0	-212,9	-9,5	-9,2	-9,4	-9,4	-9,2	-9,4	-9,5	-9,6	-9,7	-9,7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-76,5	-104,2	-79,7	-66,6	-119,9	-231,4	-161,5	-237,4	-200,4	-139,5	-150,1	-152,5	-154,4	-156,1	-126,7
Przepływy pieniężne netto	146,3	-3,9	-96,7	192,7	-134,7	-192,1	-35,0	-6,1	-13,7	-5,8	-7,9	-2,5	0,0	3,0	35,8
Środki pieniężne na początek okresu	175,9	322,3	318,3	221,6	414,3	279,7	87,5	52,5	46,4	32,7	26,9	19,0	16,5	16,5	19,6
Środki pieniężne na koniec okresu	322,3	318,3	221,6	414,3	279,7	87,5	52,5	46,4	32,7	26,9	19,0	16,5	16,5	19,6	55,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	16,0%	15,3%	27,5%	21,8%	20,7%	-6,8%	8,3%	-6,7%	2,2%	3,4%	3,1%	2,9%	2,1%	1,8%
EBITDA zmiana r/r	-5,5%	47,9%	51,7%	49,8%	11,7%	-10,7%	-1,6%	-9,7%	0,5%	2,0%	1,7%	1,4%	0,4%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-5,9%	48,5%	52,9%	50,3%	11,3%	-11,5%	-1,4%	-10,0%	0,4%	2,2%	1,8%	1,4%	0,4%	-0,1%
Zysk netto zmiana r/r	2,6%	44,4%	55,7%	51,7%	10,9%	-11,4%	-1,8%	-9,9%	0,6%	2,4%	1,9%	1,6%	0,6%	0,1%
Marża brutto na sprzedaży	19,4%	22,6%	23,5%	27,5%	25,5%	25,5%	23,5%	23,4%	23,2%	23,0%	22,8%	22,6%	22,4%	22,2%
Marża EBITDA	9,2%	11,8%	14,1%	17,3%	16,0%	15,3%	13,9%	13,5%	13,3%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%
Marża EBIT	8,8%	11,3%	13,6%	16,8%	15,5%	14,7%	13,4%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%
Marża brutto	8,9%	11,1%	13,5%	16,8%	15,4%	14,6%	13,3%	12,8%	12,6%	12,5%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%
Marża netto	7,1%	8,9%	10,9%	13,6%	12,5%	11,9%	10,8%	10,4%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%
ROE	6,5%	9,1%	13,5%	19,0%	20,6%	18,7%	18,4%	15,7%	14,9%	14,3%	13,8%	13,2%	12,6%	12,0%
ROA	3,5%	4,6%	6,4%	8,0%	8,4%	7,5%	7,5%	6,9%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	6,9%	6,8%
Dług	394,0	370,0	380,0	395,0	350,0	400,0	350,0	260,0	220,0	170,0	120,0	70,0	20,0	0,0
D/(D+E)	24,5%	21,1%	19,2%	16,5%	13,9%	16,0%	14,3%	10,8%	9,0%	6,9%	4,8%	2,8%	0,8%	0,0%
D/E	32,5%	26,8%	23,8%	19,8%	16,2%	19,1%	16,7%	12,0%	9,9%	7,4%	5,0%	2,8%	0,8%	0,0%
Odsetki / EBIT	7,6%	3,7%	2,0%	1,0%	1,7%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%
Dług / Kapitał własny	45,9%	41,9%	40,9%	39,4%	34,0%	39,8%	35,0%	24,6%	19,6%	14,2%	9,5%	5,2%	1,4%	0,0%
Dług netto	75,7	148,4	-34,3	115,3	262,5	347,5	303,6	227,3	193,1	151,0	103,5	53,5	0,4	-55,4
Dług netto / Kapitał własny	8,8%	16,8%	-3,7%	11,5%	25,5%	34,6%	30,3%	21,5%	17,2%	12,6%	8,2%	4,0%	0,0%	-3,7%
Dług netto / EBITDA	105%	139%	-21%	48%	97%	144%	127%	106%	89%	68%	46%	24%	0%	-24%
Dług netto / EBIT	109,6%	144,8%	-21,9%	49,0%	100,2%	149,9%	132,7%	110,5%	93,4%	71,5%	48,1%	24,5%	0,2%	-25,3%
EV	1823,4	1896,1	1713,5	1863,1	2010,3	2095,3	2051,4	1975,1	1940,9	1898,8	1851,3	1801,3	1748,2	1692,4
Dług / EV	21,6%	19,5%	22,2%	21,2%	17,4%	19,1%	17,1%	13,2%	11,3%	9,0%	6,5%	3,9%	1,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
CAPEX / Amortyzacja	192,5%	139,6%	117,1%	104,3%	108,5%	90,5%	99,3%	100,2%	96,6%	101,4%	102,2%	102,1%	102,0%	101,1%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	9,2%	-14,9%	11,4%	-16,7%	-6,8%	-3,9%	2,8%	1,3%	-2,0%	-1,7%	-1,4%	-1,2%	-1,0%	-0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-67,0%	112,5%	-52,9%	93,4%	39,5%	-53,3%	-35,8%	18,1%	94,2%	51,6%	45,4%	44,5%	48,4%	46,7%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	2,2	1,9	1,5	1,2	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
P/E	31,2	21,6	13,9	9,2	8,3	9,3	9,5	10,5	10,5	10,2	10,0	9,9	9,8	9,8
P/BV	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
P/CE	4,7	5,8	3,2	3,7	5,8	7,3	7,6	8,8	9,0	9,2	9,2	9,0	8,9	7,5
EV/EBITDA	25,2	17,7	10,6	7,7	7,4	8,7	8,6	9,2	9,0	8,6	8,3	7,9	7,7	7,4
EV/EBIT	26,4	18,5	10,9	7,9	7,7	9,0	9,0	9,6	9,4	9,0	8,6	8,3	8,0	7,7
EV/S	2,3	2,1	1,5	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
BVPS	34,4	35,4	37,2	40,1	41,2	40,2	40,1	42,3	45,0	47,8	50,7	53,6	56,5	59,3
EPS	2,24	3,24	5,04	7,64	8,47	7,50	7,37	6,64	6,68	6,84	6,97	7,08	7,12	7,13
CEPS	15,0	12,1	21,6	18,8	12,0	9,6	9,2	8,0	7,8	7,6	7,6	7,7	7,9	9,3
DPS	2,18	2,23	3,23	5,03	7,60	8,5	7,5	4,4	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3
Dywidenda	3,1%	3,2%	4,6%	7,2%	10,9%	12,1%	10,7%	6,3%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%
Payout ratio	99,9%	99,6%	99,7%	99,8%	99,5%	100,0%	100,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 70,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, wegiel/stal](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

**Krzystian Brymora**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[chemia, przemysł drzewny](#)

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
[deweloperzy, handel](#)

**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 na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	65,9	Akumuluj	93,9	12.07.2018	14:02 CEST	70,0	56 752
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

**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  
 P/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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	2	67%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc 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 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 12.07.2018 roku (14:02 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.07.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać zaktualizowane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 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.

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 12.07.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.