

7 maja 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	52,00 PLN
Cena docelowa	50,90 PLN
Kapitalizacja	1,28 mld PLN
Free float	0,32 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,30 mln PLN

Dom Development **Trzymaj**

DOM.PW; DOMD.WA

(Podwyższona)

Nie przewidujemy zaskoczeń pozytywnych

Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	63,10%
Jarosław Szanajca	6,25%
Grzegorz Kiełpsz	5,21%
Pozostali	25,44%

Profil spółki

Dom Development prowadzi działalność deweloperską wyłącznie w segmencie mieszkaniowym i na terenie Warszawy. Wcześniej spółka działała głównie w segmencie o podwyższony standardzie, teraz zaś oferuje głównie mieszkania popularne.

Ważne daty

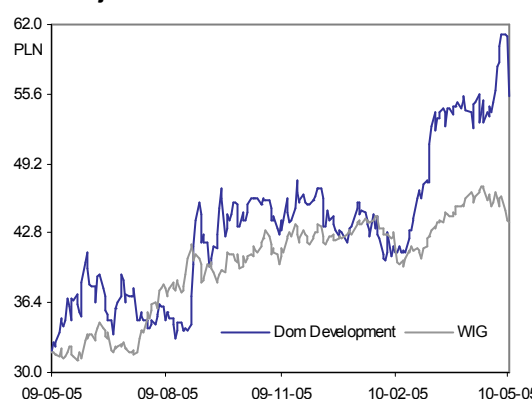
24.08 - raporty PSr 2010
04.11 - raport Q3 2010

Wyniki Dom Development za Q1 2010 nominalnie są gorsze od naszych oczekiwań. Mimo to uważamy, że różnica w wysokości 2,3 mln PLN na poziomie zysku netto nie jest istotna w kontekście przyszłych oczekiwanych wyników dewelopera. Czynniki powodujące odchylenie wyniku od prognozy są w pełni uzasadnione i nie rodzą obaw w kontekście prognoz całorocznych i wyceny akcji dewelopera. Bardziej interesujące niż same wyniki Q1 2010 wydają się nam towarzyszące im, ujawnione przez spółkę, dane. W Q1 2010 Dom Development sprzedał netto 343 mieszkania, osiągając w ten sposób wynik lepszy, niż w Q1 2008 (328 mieszkań). Dobre wyniki sprzedaży utrzymują się w kwietniu. W Q1 2010 spółka osiągnęła 15,9% udziału w ilości lokali sprzedanych na rynku pierwotnym w Warszawie. Mimo pozytywnego zaskoczenia uważamy, że ze względu na uruchamianie przez konkurentów nowe inwestycje, stosunek ilości sprzedanych mieszkań w relacji do wielkości oferty powinna maleć. Dom Development ostrożnie podchodzi do zakupu gruntów (trudno o transakcję po korzystnej cenie) i rozpoczynania nowych projektów. Nie należy naszym zdaniem oczekiwać zaskoczenia pozytywnego w postaci większej niż prognozowana liczby mieszkań w uruchomionych do końca roku projektach. Zarząd oczekuje dodatniego cash flow w 2010 roku w wysokości 100 mln PLN (52,9 mln PLN zgodnie z naszą prognozą). Różnice w szacunkach wynikają z mniejszych oczekiwanych przez spółkę kosztów budowy i bardziej korzystnych szacunków w zakresie kapitału obrotowego. Różnice w szacunkach cash flow w 2010 roku nie wpływają istotnie na wycenę dewelopera. W majowym przeglądzie miesięcznym, ze względu na wzrost wyceny akcji dewelopera do ponad 60 PLN, obniżyliśmy rekomendację dla Dom Development. Kurs dewelopera po spadkach notowań dewelopera, związanych z falą przeceny na GPW, nie generuje już istotnego potencjału spadkowego w stosunku do naszej wyceny. W efekcie, powracamy do rekomendacji trzymaj.

Przyczyny rozbieżności wyników Q1 2010 i prognoz

Różnica między wynikiem a prognozą na poziomie operacyjnym wynika głównie ze struktury przekazanych lokali i szacunku kosztów zarządu. Liczba przekazanych mieszkań jest zbliżona do naszych oczekiwań (278, prognoza: 276), niższa jest jednak powierzchnia przekazanej powierzchni komercyjnej w inwestycji Grzybowska (100 m², prognoza: 250 m²). Struktura przekazanych lokali w pełni tłumaczy niższy wynik brutto na sprzedaży. Różnica na poziomie kosztów ogólnych wynika z wyższych niż szacowane kosztów sprzedaży. Mimo przekroczenia prognoz sądzimy, że całoroczne oczekiwania pozostają aktualne. W kolejnych kwartałach spółka planuje uruchamiać kolejne etapy bieżących inwestycji co oznacza, że wymagania w zakresie nakładów marketingowych powinny spadać.

Kurs akcji DOM na tle WIG



(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	698,2	704,4	481,3	651,4	932,3
EBITDA	168,1	113,6	44,9	119,9	137,8
marża EBITDA	24,1%	16,1%	9,3%	18,4%	14,8%
EBIT	165,7	111,2	43,0	117,9	135,9
Zysk netto	136,9	80,2	26,8	83,9	124,0
P/E	9,3	15,9	47,7	15,2	10,3
P/CE	9,2	15,5	44,4	14,9	10,1
P/BV	1,9	1,7	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	9,2	13,8	34,1	12,0	7,2
DYield	3,9%	1,5%	0,5%	1,6%	3,9%

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki Q1 2010

Przychody Dom Development okazały się o 6,4% wyższe od naszych założeń, niższa była jednak marża brutto na sprzedaży (21,6%, prognoza: 23,6%). Marże brutto na sprzedaży są pochodną struktury przekazywanych mieszkań. Poniżej prezentujemy analizę wyników Q1 2010 w relacji do prognoz, a następnie analizę wyniku brutto ze sprzedaży w Q1 2010.

Wyniki Q1 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	159,9	150,3	6,4%	152,4	4,9%	190,6	-16,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	34,6	35,5	-2,7%	-	-	70,4	-50,9%
Marża %	21,6%	23,6%	-	-	-	36,9%	-
EBIT	17,4	18,9	-8,0%	18,9	-7,8%	53,5	-67,4%
Marża %	10,9%	12,6%	-	12,4%	-	28,1%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	14,9	17,4	-14,2%	-	-	51,7	-71,2%
Marża %	9,3%	11,6%	-	-	-	27,1%	-
Zysk netto	11,8	14,1	-16,0%	14,0	-15,6%	41,6	-71,6%
Marża %	7,4%	9,4%	-	9,2%	-	21,8%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development, PAP

W Q1 2010 Dom Development przekazał 278 mieszkań (prognoza: 276) i 100 m² powierzchni komercyjnej przy ul. Grzybowskiej (prognoza: 250 m²). Wyższe niż oczekiwane przychody wynikają z niższych zakładanych cen sprzedaży mieszkań. Sądzymy, że źródłem odchylenia są ceny sprzedaży lokali w projekcie przy ul. Grzybowskiej, gdzie ceny lokali są bardzo zróżnicowane (od 12,5 tys. PLN/m² do prawie 30 tys. PLN/m²). Marża brutto mimo, iż niższa od naszych założeń, ma swe uzasadnienie w strukturze przekazania. Poniżej przedstawiamy podział wyniku wg. typu przekazanych lokali. Z symulacji prognozy wg. faktycznych danych wynika, że głównym źródłem odchylenia jest przekazanie mniejszej powierzchni komercyjnej.

Struktura wyniku Q1 2010: wynik a prognoza DI BRE

Typ lokalu	Wynik		Prognoza DI BRE		
	Liczba lokali	Wynik brutto	Liczba lokali	Wynik brutto	Wynik brutto *
Domy jednorodzinne	11		27	0,5	0,2
Apartamenty	53		55	22,4	21,6
Mieszkania popularne	214		194	10,6	11,7
Powierzchnia komercyjna	100 m ²		250 m ²	2,0	0,8
	278	34,6	276	35,5	34,3

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development

Koszty sprzedaży i zarządu okazały się wyższe, niż oczekiwaliśmy, o 1,2 mln PLN (wynik: 17,8 mln PLN, prognoza: 16,6 mln PLN). Wzrost kosztów w 2010 roku jest uwzględniony w prognozie, zakładaliśmy jednak, że będzie następował bardziej stopniowo, kwartał po kwartale. Nasza prognoza na rok 2010 zakłada średnio 18 mln PLN kosztów ogólnych na kwartał. Uważamy, że w kolejnych kwartałach koszty zarządu będą rosły (wraz z zatrudnieniem nowych pracowników). Wzrost kosztów zarządu w 2010 roku r/r ma nie przekroczyć 10%. Jednocześnie, sądzymy, że w kolejnych kwartałach spadać mogą koszty sprzedaży. Z nowych inwestycji Dom Development pozostał do uruchomienia jedynie projekt przy ul. Górczewskiej, co ogranicza wydatki marketingowe na reklamę nowych lokalizacji.

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,6 mln PLN (prognoza: -0,75 mln PLN). Znacznie wyższe niż zakładaliśmy były za to pozostałe koszty finansowe netto (2,5 mln PLN, prognoza: 0,8 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa była zgodna z oczekiwaniami. Ostatecznie, wynik netto jest o 16% niższy od naszych oczekiwań. Przyczyną gorszego wyniku jest głównie niższy wynik brutto na sprzedaży (o 0,9 mln PLN) i wyższe koszty zarządu (o 1,2 mln PLN). Wyniki oceniamy neutralnie. Odchylenia z punktu widzenia wartości bezwzględnych są stosunkowo niewielkie, biorąc pod uwagę wielkość spółki oraz oczekiwane wyniki spółki w latach przyszłych.

Dane towarzyszące wynikom Q1 2010

Dom Development opublikował wyniki sprzedaży mieszkań za Q1 2010. Spółce udało się sprzedać w Q1 343 mieszkania (360 mieszkań brutto), osiągając w ten sposób poziom sprzedaży lepszy niż w Q1 2008. Poniżej prezentujemy historię wyników sprzedaży mieszkań Dom Development. Zwracamy uwagę, że spośród 343 sprzedanych mieszkań, 209 to mieszkania w projektach w toku, zaś jedynie 134 to mieszkania w gotowych projektach. Uważamy, że wyniki sprzedaży w relacji do wielkości oferty są bardzo dobre i lepsze, niż nasze oczekiwania (oczekiwaliśmy 305 sprzedanych lokali w Q1 2010). Dobre wyniki są źródłem przejściowego deficytu nowych, małych mieszkań na rynku pierwotnym. Premia w postaci bardzo dobrej sprzedaży mieszkań w nowych projektach powinna z czasem maleć, wraz z uruchomieniem nowych projektów przez konkurencję.

Sprzedaż mieszkań w relacji do średniej wielkości oferty (szt., %)

	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008
Średnia wielkość oferty	1221	882	893	1048	1180	1269	1414	1536
Sprzedaż mieszkań brutto	360	317	251	215	126	105	234	366
Sprzedaż brutto / wielkość oferty	29%	36%	28%	21%	11%	8%	17%	24%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Dom Development

Zarząd Dom Development twierdzi, że dobre wyniki sprzedaży utrzymują się w kwietniu, przy zwiększonej do 1418 mieszkań na koniec Q1 2010 ofercie. Spółka ostrożnie podchodzi do zakupu gruntów i rozpoczynania nowych projektów. Ze względu na nadal wysokie ceny oczekiwane przez właścicieli gruntów, nie należy się raczej spodziewać, że spółka dokona transakcji nabycia gruntów w ciągu 1-2 kwartałów. Dom Development planuje uruchamiać nowe projekty, jednak z wyjątkiem inwestycji przy ul. Górczewskiej będą to na razie jedynie kontynuacje bieżących projektów (Derby, Regaty, Adria, Saska Kępa, Klasyków). Nadal nie jest przesądzone, czy w 2010 roku rozpocznie się inwestycja na Targówku Przemysłowym. Inwestycja Oaza we Wrocławiu raczej nie ruszy w 2010 roku, nie wiadomo też, czy na pewno rozpocznie się w roku 2011.

Zarząd szacuje, że cash flow w 2010 roku będzie dodatni i wyniesie +100 mln PLN. Szacunki powstały przy założeniu 600 mln PLN wpływów od klientów, 200 mln PLN wydatków na budowę (rozpoczęta budowa 1200-1400 nowych mieszkań do końca 2010 roku), kosztów ogólnych w wysokości około 70 mln PLN oraz prawie 200 mln PLN wydanych na zakup ziemi. Nasze prognozy nie zakładają dodatniego cash flow (52,9 mln PLN). Różnica między szacunkami DI BRE i zarządu Dom Development wynika z nieznacznie wyższej szacowanej liczby mieszkań w nowych budowach do rozpoczęcia do końca roku (1496 wg. DI BRE, 1200-1400 wg. zarządu) oraz różnic w szacunkach kapitału obrotowego. Zarząd Dom Development zakłada bardziej korzystną strukturę kapitału obrotowego, wskazując na 90-dniowe fakturowanie firm wykonawczych (kiedyś: 30 dni). Spółka prawdopodobnie zakłada też nieliniowe rozkładanie się w czasie kosztów budowy. Ostatecznie nie przewidujemy, aby różnica w naszych szacunkach cash flow a szacunkach spółki istotnie wpływała na wycenę akcji dewelopera.

Wycena akcji Dom Development

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 50,9 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 1,4% niższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji Dom Development.

Wycena akcji Dom Development

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	48,1	90%
Wycena metodą porównawczą	38,8	10%
Średnia	47,1	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
Cena docelowa	50,9	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Dom Development metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Dom Development są pozostali deweloperzy mieszkaniowi. Pole dla analizy porównawczej jest ograniczone, w efekcie, jej udział w wycenie ograniczamy do 10%. Kryzys finansowy opóźnił cykl inwestycyjny w zasadzie wśród wszystkich przedstawicieli branży. Niektóre spółki, takie jak J.W. Construction oddają w 2010 roku bardzo wiele mieszkań, co skutkuje bardzo dobrymi wynikami i niskimi wskaźnikami. Inne, jak Polnord, do przekazania w 2010 roku mają już bardzo niewiele lokali. Dom Development już w 2011 roku prezentuje istotną poprawę wyników na poziomie działalności operacyjnej. J.W. i Polnord w 2011 roku generują dobre wyniki dzięki przeszacowaniom nieruchomości, wynika to jednak z rozpoczęcia inwestycji komercyjnych. Zaburzone są również wskaźniki EV/EBITDA. Realizowany przez Polnord program inwestycyjny (m.in. budowa centrum handlowego na Wilanowie) przyczyni się na wzrost gotówki dostępnej spółce dopiero w 2013 roku (EV/EBITDA 2013 = 5,4).

Różnie też na tle branży prezentują się wskaźniki P/BV. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polnord, co wynika m.in. z przeszacowań gruntów dokonywanych przez spółkę w 2009 roku (81,8 mln PLN), a także wartości firmy wykazanej w bilansie (140,0 mln PLN). Z drugiej strony, wskaźnik P/BV Polnordu nie uwzględnia wartości gruntów pod drogi, które warte są zgodnie z naszymi szacunkami około 167,3 mln PLN (a wykazane z wartością księgową = 0 PLN). Wysoki bieżący wskaźnik P/BV J.W. Construction wynika z bardzo wielu mieszkań pozostających do przekazania (ponad 4 tys. lokali). Wysoki wskaźnik P/BV Dom Development wynika ze specyfiki spółki – na trudnym rynku Dom Development jest nadpłynny i jest w stanie rozpocząć większą liczbę nowych projektów niż konkurenci.

Wycena porównawcza akcji Dom Development

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
J.W. Construction	1,47	1,24	1,06	5,6	8,1	7,2	6,3	9,9	6,8
Polnord	0,74	0,70	0,67	23,9	12,3	8,9	19,9	14,4	8,4
Mediana	1,10	0,97	0,86	14,8	10,2	8,1	13,1	12,1	7,6
Dom Development	1,66	1,54	1,41	47,7	15,2	10,3	34,1	12,0	7,2
Premia (dyskonto)	50,7%	58,4%	63,2%	223,2%	48,7%	27,7%	159,5%	-0,9%	-4,9%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%
Wycena	5,2	4,9	4,8	0,0	3,5	8,1	0,0	5,9	6,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu.
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Wydatki na nowe grunty w 2010 roku w wysokości 135 mln PLN.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	481,3	651,4	932,3	978,9	1 027,9	1 076,2	1 123,6	1 166,3	1 207,1	1 249,3	
zmiana	-31,7%	241,7%	43,1%	5,0%	5,0%	4,7%	4,4%	3,8%	3,5%	3,5%	
EBITDA	44,9	119,9	137,8	144,5	148,0	150,9	156,5	163,1	169,3	175,6	
marża EBITDA	9,3%	18,4%	14,8%	14,8%	14,4%	14,0%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	
Amortyzacja	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
EBIT	43,0	117,9	135,9	142,5	146,0	149,0	154,6	161,2	167,3	173,7	
marża EBIT	8,9%	18,1%	14,6%	14,6%	14,2%	13,8%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	
Opodatkowanie EBIT	8,2	22,4	25,8	27,1	27,7	28,3	29,4	30,6	31,8	33,0	
NOPLAT	34,8	95,5	110,1	115,4	118,3	120,7	125,2	130,6	135,5	140,7	
CAPEX	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
Kapitał obrotowy	14,2	24,7	376,8	7,1	-34,7	-33,2	-29,6	-26,8	-26,6	-25,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	49,0	120,2	486,9	122,6	83,6	87,5	95,6	103,8	108,9	115,1	118,5
WACC	9,9%	10,2%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
współczynnik dyskonta	93,1%	84,5%	76,3%	68,8%	62,1%	56,1%	50,6%	45,7%	41,2%	37,3%	
PV FCF	45,7	101,6	371,3	84,4	51,9	49,1	48,4	47,4	44,9	42,9	
WACC	9,9%	10,2%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	17%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	1 559,5										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	581,2										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	887,5										
Wartość firmy (EV)	1 468,7										
Dług netto	288,3										
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	1 180,4										
Liczba akcji (mln.)	24,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	48,1										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%										
Cena docelowa	51,9										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,4										
P/E('09) dla ceny docelowej	15,9										
Udział TV w EV	40%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	51,9	53,7	55,8	58,3	61,1
WACC -0,5pp	50,3	51,9	53,7	55,8	58,3
WACC	48,9	50,3	51,9	53,7	55,8
WACC +0,5pp	47,6	48,9	50,3	51,9	53,7
WACC +1,0pp	46,4	47,6	48,9	50,3	51,9

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	729,8	878,8	698,2	704,4	481,3	651,4	932,3
<i>zmiana</i>	35,9%	20,4%	-20,6%	0,9%	-31,7%	35,3%	43,1%
Koszt własny sprzedaży	496,9	545,7	429,0	508,1	363,5	451,5	709,5
Zysk brutto na sprzedaży	232,9	333,1	269,1	196,3	117,8	199,9	222,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,9%	37,9%	38,5%	27,9%	24,5%	30,7%	23,9%
Koszty sprzedaży	-21,7	-22,4	-30,0	-22,3	-24,2	-26,6	-28,7
Koszty ogólnego zarządu	-41,3	-57,7	-61,9	-43,1	-47,6	-52,4	-53,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-5,0	-12,1	-11,5	-19,7	-3,0	-3,0	-4,3
EBIT	165,0	241,0	165,7	111,2	43,0	117,9	135,9
<i>zmiana</i>	130,7%	46,1%	-31,2%	-32,9%	-61,3%	174,2%	15,2%
<i>marża EBIT</i>	22,6%	27,4%	23,7%	15,8%	8,9%	18,1%	14,6%
Wynik na działalności finansowej	2,8	9,4	7,2	-10,4	-9,9	-14,3	17,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,8	250,4	173,0	100,8	33,1	103,6	153,1
Podatek dochodowy	-32,6	-49,7	-36,0	-20,5	-6,3	-19,7	-29,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	80,2	26,8	83,9	124,0
<i>zmiana</i>	-	48,4%	-31,7%	-41,4%	-66,6%	213,4%	47,7%
<i>marża</i>	18,5%	22,8%	19,6%	11,4%	5,6%	12,9%	13,3%
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9
EBITDA	166,5	243,2	168,1	113,6	44,9	119,9	137,8
<i>zmiana</i>	127,3%	46,0%	-30,9%	-32,4%	-60,4%	166,7%	15,0%
<i>marża EBITDA</i>	22,8%	27,7%	24,1%	16,1%	9,3%	18,4%	14,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	6,1	8,2	5,6	3,3	1,1	3,4	5,0
CEPS	6,1	8,3	5,7	3,4	1,2	3,5	5,1
ROAE	43,2%	33,8%	19,9%	11,2%	3,5%	10,5%	14,3%
ROAA	17,9%	18,4%	9,1%	4,8%	1,7%	5,5%	7,6%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 518,7	1 552,1	1 714,8
Majątek trwały	17,0	21,9	20,9	19,0	19,0	19,0	19,0
WNIPI	0,7	0,7	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,8	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	6,5	6,8	5,5	5,5	5,5	5,5
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	7,5	10,6	8,4	9,3	9,3	9,3	9,3
Pozostałe	2,4	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Majątek obrotowy	906,9	1 230,2	1 743,7	1 568,7	1 499,7	1 533,0	1 695,8
Zapasy	594,9	862,4	1 458,1	1 305,1	1 190,2	1 122,4	811,7
Należności	60,8	65,9	55,5	26,7	38,2	51,8	74,1
Pozostałe aktywa obrotowe	23,7	26,4	6,3	6,1	6,1	6,1	6,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	227,5	275,5	223,7	230,8	265,1	352,8	803,9
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 518,7	1 552,1	1 714,8
Kapitał własny	491,9	696,1	683,5	748,8	768,9	831,9	906,3
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania długoterminowe	154,8	330,4	462,9	406,0	406,0	406,0	406,0
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	102,2	241,8	433,3	384,9	384,9	384,9	384,9
Rezerwy	52,6	88,6	29,6	21,0	21,0	21,0	21,0
Zobowiązania krótkoterminowe	277,2	225,5	618,4	433,1	344,0	314,4	402,7
Pożyczki i kredyty, obligacje	98,9	37,0	62,5	134,2	134,2	134,2	134,2
Zobowiązania wobec dostawców	143,8	121,0	145,5	104,8	184,2	154,6	243,0
Inne	34,5	67,5	410,4	194,0	25,5	25,5	25,5
Dług	201,1	278,8	495,8	519,2	519,2	519,2	519,2
Dług netto	-26,4	3,3	272,1	288,3	254,0	166,4	-284,8
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,4%	0,5%	39,8%	38,5%	33,0%	20,0%	-31,4%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,0	1,6	2,5	5,7	-	-
BVPS	22,0	28,3	27,8	30,5	31,3	33,9	36,9

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-30,3	-22,3	-215,0	4,6	52,9	124,9	485,5
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	80,2	26,8	83,9	124,0
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9
Kapitał obrotowy	-211,8	-295,7	-245,5	152,9	14,2	24,7	376,8
Pozostałe	44,8	70,6	-108,8	-230,9	9,9	14,3	-17,2
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-3,6	-3,5	-0,5	-1,9	-1,9	-1,9
CAPEX	-1,4	-3,6	-3,5	-0,7	-1,9	-1,9	-1,9
Inwestycje kapitałowe	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	185,8	73,9	166,7	3,1	-16,6	-35,3	-32,4
Emisja akcji	220,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-34,8	77,6	216,8	22,9	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,7	-50,1	-19,6	-6,7	-21,0	-49,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	153,7	48,0	-51,8	7,2	34,3	87,6	451,2
Środki pieniężne na koniec okresu	227,5	275,5	223,7	230,8	265,1	352,8	803,9
DPS (PLN)	0,0	0,2	2,0	0,8	0,3	0,9	2,0
FCF				244,3	49,0	120,2	486,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,2%	0,4%	0,5%	0,1%	0,4%	0,3%	0,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	8,6	6,4	9,3	15,9	47,7	15,2	10,3
P/CE	8,5	6,3	9,2	15,5	44,4	14,9	10,1
P/BV	2,4	1,8	1,9	1,7	1,7	1,5	1,4
P/S	1,6	1,5	1,8	1,8	2,7	2,0	1,4
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	15,6%	3,2%	8,3%	49,1%
EV/EBITDA	6,8	5,3	9,2	13,8	34,1	12,0	7,2
EV/EBIT	6,9	5,3	9,3	14,1	35,6	12,2	7,3
EV/S	1,6	1,5	2,2	2,2	3,2	2,2	1,1
DYield	0,0%	0,3%	3,9%	1,5%	0,5%	1,6%	3,9%
Cena (PLN)	52,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	1160,3	1277,1	1277,1	1277,1	1277,1	1277,1	1277,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EV (mln PLN)	1 133,9	1 280,4	1 549,1	1 565,3	1 531,0	1 443,4	992,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Dom Development

Rekomendacja	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-05	2010-02-03	2010-03-05	2010-04-13	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	42,70	44,59	44,00	41,40	51,00	55,65	60,95
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	38148,50	39904,02	39885,37	43554,22	41287,90