

4 marca 2008

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

|                                |                  |
|--------------------------------|------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>82,0 PLN</b>  |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>103,6 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 1,9 mld PLN      |
| Free float                     | 0,4 mld PLN      |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 3,63 mln PLN     |

**Struktura akcjonariatu**

|                    |       |
|--------------------|-------|
| Dom Development BV | 63,1% |
| Jarosław Sznajca   | 7,16% |
| Grzegorz Kiełpsz   | 5,74% |
| Pozostali          | 24,0% |

**Strategia dotycząca sektora****Rekomendacja:**

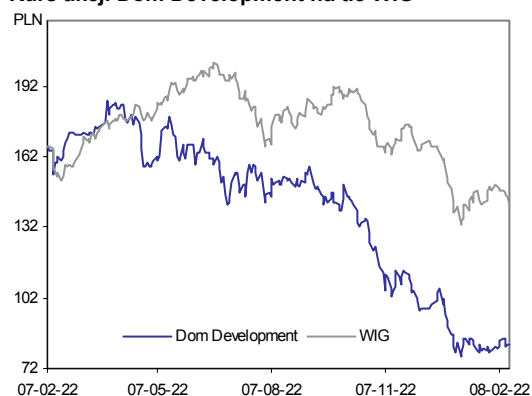
Sektor deweloperski osiągnął w ostatnich dwóch latach spektakularny wzrost dzięki wzrostowi cen mieszkań. Kolejne lata nie zatrzymają ekspansji firm deweloperskich. Dotychczas zyskowność była oparta o bardzo wysoką marżowość. Tym razem głównym motorem rozwoju będzie wzrost wolumenu produkcji przy marży na sprzedaży około 20%.

**Profil spółki**

Spółka jest jednym z dwóch największych deweloperów w Polsce. Roczna produkcja mieszkań przekroczy w przyszłym roku 4 tys. Spółka działa w segmencie mieszkań popularnych oraz mieszkań o podwyższonym standardzie. Obszarem inwestycji jest przede wszystkim Warszawa. Główne przesłanki za wydaną rekomendacją to: silna pozycja spółki na tle rynku, rosnące zyski i przejrzysta strategia firmy.

**Ważne daty**

12.05 - publikacja raportu za 1Q08

**Kurs akcji Dom Development na tle WIG****Kacper Żak, CFA**

(48 22) 697 47 41

kacper.zak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

**Dom Development**

DOM.WA; DOM.PW

**Kupuj**

(Niezmieniona)

**Pierwsze półrocze nie zachwyci**

**Wyniki sprzedażowe spółki w 4Q07 były poniżej naszych oczekiwań. W praktyce niska sprzedaż oznacza to, że spółka na ostatni dzień bilansowy minionego roku posiadała ekwiwalent tylko ok. 150 mieszkań sprzedanych, a jeszcze nie wybudowanych, czyli rozliczonych na rachunku wyniku (tzn. ok. 60 mln PLN w przychodach). Oznacza to tyle, że decydujące dla wyników finansowych Dom Development w najbliższych kwartałach będzie miało tempo sprzedaży mieszkań (w odróżnieniu głównego konkurenta JWC, gdzie decydujące będzie tempo budowy). Redukujemy naszą prognozę sprzedaży 3 tys. mieszkań w tym roku do 2,5 tys. mieszkań. Jest to wielkość, którą deklaruje również zarząd spółki. Pomimo redukcji liczby podpisanych umów a także słabszych wyników 2008 vs 2007 uważamy, że spółka jest warta więcej niż wycenia ją obecnie rynek. Szacujemy, że w przyszłym roku spółka odda do użytku 4,4 tys. mieszkań. Sprzedaż wyniesie zaś ok. 3,2 tys.**

**Sytuacja na rynku mieszkaniowym**

Po bardzo słabym 4Q07 sytuacja powoli wraca do normy. Podtrzymujemy naszą prognozę dotyczącą cen na rynku mieszkaniowym w całym 2008 roku. Ceny na rynku będą się utrzymywały na stabilnym poziomie z niewielką presją na spadek. Strukturalny popyt na mieszkania pozostaje silny. Zdolność kredytowa rośnie mimo wzrostu stóp procentowych dzięki dwucyfrowemu wzrostowi wynagrodzeń. Oceniamy, że sytuacja na rynku wynajmu, będzie się poprawiać na korzyść deweloperów. Spodziewamy się wzrostu stawek za wynajem (wynajem jest substytutem mieszkań). Umacnianie złotego wobec EUR i USD będą sprzyjać repatriacji Polaków i umacnianiu popytu. Podobna sytuacja była w Irlandii po wejściu do UE (najpierw emigracja i po kilku latach powroty).

**Niewielkie wahania cenowe nie decydują o popycie mieszkaniowym**

W 2008 liczba transakcji będzie rosła z kwartału na kwartał. Dodatnia dynamika w kwartale liczona R/R nastąpi wg nas w 3Q08. Niewielkie spadki cen na rynku są wynikiem wyprzedzają zapasów przez małych deweloperów. Duży deweloperzy, którzy funkcjonują na rynku od wielu lat i przechodzili jeszcze gorszy czas w latach 2002/03 wiedzą, że walka cenowa nie pomaga w sprzedaży. Stąd większość doświadczonych deweloperów nie obniża cen i tym razem. Spadki cen rozbudzają tylko oczekiwania na kolejne obniżki i oddalają aktywizację popytu. Stabilizacja cenowa i wzrosty powodują sytuację przeciwną. Od początku roku obserwujemy niewielkie wzrosty cen i pewne ożywienie w sprzedaży potwierdzające tę tezę.

| (mln PLN)    | 2006  | 2007  | 2008P | 2009P  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|
| Przychody    | 729,8 | 878,8 | 951,0 | 1370,0 |
| EBITDA       | 127,7 | 243,5 | 199,7 | 229,5  |
| marża EBITDA | 17,5% | 27,7% | 21,0% | 16,7%  |
| EBIT         | 126,1 | 241,0 | 197,8 | 227,4  |
| Zysk netto   | 115,9 | 200,6 | 157,7 | 184,0  |
| DPS          | 0,00  | 0,00  | 1,23  | 2,12   |
| P/E          | 24,4  | 10,0  | 12,8  | 10,9   |
| P/CE         | 24,0  | 9,9   | 12,6  | 10,8   |
| P/BV         | 5,7   | 2,9   | 2,4   | 2,1    |
| EV/EBITDA    | 11,8  | 11,8  | 10,3  | 8,5    |
| DYield       | 0,0%  | 0,0%  | 1,1%  | 1,8%   |



## Dom Development

### Założenia do prognozy wyników finansowych w latach 2008-10

Dom Development jest deweloperem działającym przede wszystkim na warszawskim rynku mieszkaniowym. Z listy projektów spółki w realizacji i w przygotowaniu postanowiliśmy przeanalizować wszystkie, które według deklaracji spółki zostaną ukończone przed 2010 roku. Dodatkowo przyjmujemy liczbę 1000 mieszkań, które pojawią się w portfelu projektów do wykonania przed końcem 2010 roku.

Poniżej przedstawiamy nasze założenia dotyczące postępów w sprzedaży wszystkich projektów (liczone w tysiącach mkw PUM) oraz postępów w budowie.

|                 | 2008  | 2009  | 2010  |
|-----------------|-------|-------|-------|
| <b>Budowa</b>   |       |       |       |
| PUM (tys. mkw)  | 163,4 | 268,5 | 205,6 |
| <b>Sprzedaż</b> |       |       |       |
| Liczba mieszkań | 2525  | 3150  | 3180  |
| PUM (tys. mkw)  | 148,7 | 182,1 | 183,5 |

Źródło: Szacunki DI BRE Banku

### Założenia dotyczące wyników finansowych od roku 2011

Prognoza liczby oddanych mieszkań po roku 2011 jest obarczona dużym błędem. Spółka posiada obecnie w przygotowaniu ponad 8 tys. mieszkań. Są to mieszkania w projektach, dla których Dom Development określił datę rozpoczęcia projektu. Dodatkowo na kolejne 9,5 tys. posiada grunty, dla których deweloper nie podał jeszcze dokładnej daty rozpoczęcia. Przyjmujemy, że z tej liczby, 1 tys. mieszkań zostanie wybudowanych w 2010. Reszta będzie stopniowo pojawiać się w portfelu w latach kolejnych. Do naszej wyceny przyjmujemy również, że w każdym kolejnym roku liczba sprzedawanych mieszkań ustabilizuje się na poziomie z roku 2010, a wzrost cen wyniesie 3% rocznie.

### Ceny na rynku mieszkaniowym

Nasza prognoza cen dla rynku mieszkaniowego pozostaje w mocy. Spodziewamy się średnio stabilizacji cenowej w latach 2008-09 z lekką presją na spadek w roku 2008 i z lekką presją na wzrost w roku 2009. Od roku 2010 spodziewamy się większego wzrostu cen sięgającego średnio 7-10%. (szczegóły prognozy dla całego rynku mieszkaniowego w raportach z 25 września i 11 grudnia 2007). Dla poszczególnych projektów Dom Development przyjmujemy arbitralnie konkretne poziomy cen dla poszczególnych lat. Mieszkania nawet w tej samej dzielnicy mogą się różnić ceną w zależności od metrażu, widoku za oknem itp. Przyjmujemy, że ceny mieszkań na Białołęce będą się kształtowały około 6-6,5 tys.za 1 mkw. Droższe o około 1-2 tys. są mieszkania na Woli i Ursynowie. W Śródmieściu ceny metra kwadratowego mieszkania przekraczają 10 tys., sięgając 30 tys. w luksusowych apartamentach Opera 2.

### Metraż mieszkań

Spółka nie podaje wielkości powierzchni użytkowej do sprzedaży w poszczególnych projektach. Przyjmujemy średnio 60 mkw dla mieszkań w projektach popularnych. W projektach o podwyższonym standardzie od 70 do 100 mkw.

**Lista projektów do ukończenia w latach 2008-10**

| Nazwa projektu    | Dzielnica   | standard    | Liczba lokali | Metraż* | PUM   | Cena za 1 mkw* |
|-------------------|-------------|-------------|---------------|---------|-------|----------------|
| Derby15           | Białołęka   | popularny   | 277           | 60      | 16620 | 6              |
| Olbrachta 1 i 2   | Wola        | popularny   | 448           | 60      | 26880 | 7              |
| Olimpia 2 faza 5  | Białołęka   | Popularny   | 63            | 58      | 3654  | 6,5            |
| Regaty etap 1 i 2 | Białołęka   | Popularny   | 390           | 60      | 23400 | 6              |
| Derby 17          | Białołęka   | Popularny   | 185           | 60      | 11100 | 6              |
| Derby 13          | Białołęka   | Popularny   | 174           | 60      | 10440 | 6              |
| Derby 18          | Białołęka   | Popularny   | 82            | 60      | 4920  | 6              |
| Róża Wiatrów      | Targówek    | Popularny   | 184           | 60      | 11040 | 6,2            |
| Bruna             | Mokotów     | Podwyższony | 247           | 80      | 19760 | 10             |
| Zawiszy 1 i 2     | Wola        | Podwyższony | 355           | 70      | 24850 | 7              |
| Grzybowska        | Śródmieście | Podwyższony | 287           | 100     | 28700 | 17             |
| Olimpia 2 faza 4  | Ursynów     | Popular     | 282           | 60      | 16920 | 7,5            |
| Derby 7 faza 1    | Białołęka   | Popular     | 127           | 60      | 7620  | 6              |
| Patria 1 i 2      | Śródmieście | Podwyższony | 242           | 80      | 19360 | 20             |
| Gdański           | Śródmieście | Podwyższony | 260           | 80      | 20800 | 15             |
| Regaty 3-6        | Białołęka   | Popularny   | 678           | 60      | 40680 | 6,2            |
| Akacje 11         | Białołęka   | Popularny   | 77            | 60      | 4620  | 6,2            |
| Laguna 2          | Ursynów     | Domki       | 26            | 200     | 5200  | 6,2            |
| Regaty 2 etap 1   | Białołęka   | Domki       | 88            | 200     | 17600 | 5,2            |
| Derby 9           | Białołęka   | Popularny   | 192           | 60      | 11520 | 6,3            |
| Derby 16          | Białołęka   | Popularny   | 234           | 60      | 14040 | 6,3            |
| Winnica 1         | Białołęka   | Popularny   | 840           | 60      | 50400 | 6,3            |
| Górczewska        | Wola        | Popularny   | 355           | 65      | 23075 | 8              |
| Derby 20          | Białołęka   | Popularny   | 52            | 60      | 3120  | 6,3            |
| Wrocław Nyska     | Krzyki      | Popularny   | 490           | 60      | 29400 | 6,5            |
| Klasyków          | Białołęka   | Popularny   | 543           | 60      | 32580 | 6,4            |
| Opera 2           | Śródmieście | Luksusowy   | 11            | 150     | 1650  | 30             |
| Derby 11          | Białołęka   | Popularny   | 148           | 60      | 8880  | 6,5            |
| Derby 14          | Białołęka   | Popularny   | 696           | 60      | 41760 | 6,5            |
| Jugosłowiańska    | Praga Płd   | Popularny   | 717           | 60      | 43020 | 7              |
| Regaty 2 etap 1   | Białołęka   | Popularny   | 196           | 60      | 11760 | 6,6            |
| Winnica 2 faza 1  | Białołęka   | Popularny   | 125           | 60      | 7500  | 6,6            |
| Goław             | Praga Płd   | Popularny   | 1596          | 60      | 95760 | 7,7            |
| Józefosław        | Piaseczno   | domki       | 86            | 200     | 17200 | 6              |
| INNE 2010         |             |             | 1000          | 60      | 60000 | 7              |

Źródło: Dom Development; \*Szacunki DI BRE Banku

**Założenia postępów w budowie i sprzedaży**

Poniżej przedstawiamy nasze założenia odnośnie postępów w sprzedaży i budowy mieszkań. Zakładamy, że mieszkania popularne buduje się 6 kwartałów a te o podwyższonym standardzie średnio 7 kwartałów. Domki budowane są 4 kwartały, ale ich sprzedaż jest wolniejsza, tzn. ponad połowa domków sprzedawana jest po wybudowaniu, co wynika z faktu, że nabywcy domków są bardziej wymagający jeśli chodzi o naoczne obejrzenie się jak ich dom będzie wyglądał. Przyjmujemy pewną sezonowość. Zakładamy, że budowy przebiegają o około dwukrotnie szybciej w kwartałach 2Q-3Q, niż w kwartałach 4Q-1Q.

**Założenia dotyczące postępów budowy i sprzedaży dla poszczególnych projektów**

| Nazwa projektu    | Dzielnica   | Postęp w budowie |      |      | Postęp w sprzedaży |      |      |
|-------------------|-------------|------------------|------|------|--------------------|------|------|
|                   |             | 2008             | 2009 | 2010 | 2008               | 2009 | 2010 |
| Derby15           | Białołęka   | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Olbrachta 1 i 2   | Wola        | 100%             | 100% | 100% | 98%                | 100% | 100% |
| Olimpia 2 faza 5  | Białołęka   | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Regaty etap 1 i 2 | Białołęka   | 100%             | 100% | 100% | 98%                | 100% | 100% |
| Derby 17          | Białołęka   | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Derby 13          | Białołęka   | 63%              | 100% | 100% | 48%                | 87%  | 100% |
| Derby 18          | Białołęka   | 70%              | 100% | 100% | 89%                | 100% | 100% |
| Róża Wiatrów      | Targówek    | 38%              | 100% | 100% | 69%                | 99%  | 100% |
| Bruna             | Mokotów     | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Zawiszy 1 i 2     | Wola        | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Grzybowska        | Śródmieście | 21%              | 71%  | 100% | 30%                | 75%  | 95%  |
| Olimpia 2 faza 4  | Ursynów     | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Derby 7 faza 1    | Białołęka   | 100%             | 100% | 100% | 98%                | 100% | 100% |
| Patria 1 i 2      | Śródmieście | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Gdański           | Śródmieście | 100%             | 100% | 100% | 100%               | 100% | 100% |
| Regaty 3-6        | Białołęka   | 57%              | 100% | 100% | 63%                | 86%  | 100% |
| Akacje 11         | Białołęka   | 57%              | 100% | 100% | 63%                | 95%  | 100% |
| Laguna 2          | Ursynów     | 33%              | 100% | 100% | 38%                | 75%  | 100% |
| Regaty 2 etap 1   | Białołęka   | 33%              | 100% | 100% | 38%                | 75%  | 100% |
| Derby 9           | Białołęka   | 40%              | 100% | 100% | 43%                | 85%  | 100% |
| Derby 16          | Białołęka   | 40%              | 100% | 100% | 43%                | 85%  | 100% |
| Winnica 1         | Białołęka   | 40%              | 100% | 100% | 43%                | 85%  | 100% |
| Górczewska        | Wola        | 40%              | 100% | 100% | 43%                | 85%  | 100% |
| Derby 20          | Białołęka   | 22%              | 83%  | 100% | 18%                | 66%  | 100% |
| Wrocław Nyska     | Krzyki      | 22%              | 83%  | 100% | 15%                | 66%  | 96%  |
| Klasyków          | Białołęka   | 50%              | 67%  | 100% | 3%                 | 60%  | 98%  |
| Opera 2           | Śródmieście | 19%              | 71%  | 100% | 3%                 | 60%  | 98%  |
| Derby 11          | Białołęka   | 0%               | 50%  | 100% | 0%                 | 37%  | 87%  |
| Derby 14          | Białołęka   | 0%               | 50%  | 100% | 0%                 | 37%  | 87%  |
| Jugosławińska     | Praga Płd   | 0%               | 50%  | 100% | 0%                 | 37%  | 87%  |
| Regaty 2 etap 1   | Białołęka   | 0%               | 33%  | 100% | 0%                 | 27%  | 80%  |
| Winnica 2 faza 1  | Białołęka   | 0%               | 33%  | 100% | 0%                 | 27%  | 80%  |
| Goćław            | Praga Płd   | 0%               | 33%  | 100% | 0%                 | 27%  | 80%  |
| Józefosław        | Piaseczno   | 0%               | 0%   | 100% | 0%                 | 10%  | 40%  |
| INNE 2010         |             | 0%               | 33%  | 100% | 0%                 | 27%  | 80%  |

Źródło: Szacunki DI BRE Banku



## Model DCF

| (mln PLN)                                    | 2008P        | 2009P        | 2010P        | 2011P        | 2012P                               | 2013P        | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        | 2017+          |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                | <b>951</b>   | <b>1 370</b> | <b>1 855</b> | <b>1 911</b> | <b>1 968</b>                        | <b>2 027</b> | <b>2 088</b> | <b>2 150</b> | <b>2 215</b> | <b>2 281</b> | <b>2 350</b>   |
| <i>zmiana</i>                                | 8,2%         | 44,1%        | 35,4%        | 3,0%         | 3,0%                                | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%           |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>199,7</b> | <b>229,5</b> | <b>275,5</b> | <b>282,1</b> | <b>292,1</b>                        | <b>302,3</b> | <b>312,7</b> | <b>323,8</b> | <b>335,2</b> | <b>347,0</b> | <b>357,4</b>   |
| <i>marża EBITDA</i>                          | 21,0%        | 16,7%        | 14,9%        | 14,8%        | 14,8%                               | 14,9%        | 15,0%        | 15,1%        | 15,1%        | 15,2%        | 15,2%          |
| Amortyzacja                                  | 1,9          | 2,1          | 2,3          | 2,5          | 2,7                                 | 3,0          | 3,3          | 3,5          | 3,8          | 4,2          | 4,3            |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>197,8</b> | <b>227,4</b> | <b>273,2</b> | <b>279,5</b> | <b>289,3</b>                        | <b>299,3</b> | <b>309,5</b> | <b>320,3</b> | <b>331,4</b> | <b>342,9</b> | <b>353,1</b>   |
| <i>marża EBIT</i>                            | 20,8%        | 16,6%        | 14,7%        | 14,6%        | 14,7%                               | 14,8%        | 14,8%        | 14,9%        | 15,0%        | 15,0%        | 15,0%          |
| Opodatkowanie EBIT                           | 37,6         | 43,2         | 51,9         | 53,1         | 55,0                                | 56,9         | 58,8         | 60,9         | 63,0         | 65,1         | 67,1           |
| <b>NOPLAT</b>                                | <b>160,2</b> | <b>184,2</b> | <b>221,3</b> | <b>226,4</b> | <b>234,3</b>                        | <b>242,4</b> | <b>250,7</b> | <b>259,4</b> | <b>268,4</b> | <b>277,7</b> | <b>286,0</b>   |
| CAPEX  | -0,2         | -2,3         | -2,4         | -2,6         | -2,8                                | -3,0         | -3,3         | -3,6         | -3,8         | -4,2         | -4,3           |
| Kapitał obrotowy                             | -58,0        | 37,9         | 60,5         | -38,2        | -39,6                               | -31,8        | -12,2        | -29,2        | -34,0        | -30,0        | -30,9          |
| Inwestycje kapitałowe                        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0                                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| <b>FCF</b>                                   | <b>103,9</b> | <b>221,9</b> | <b>281,7</b> | <b>188,1</b> | <b>194,6</b>                        | <b>210,6</b> | <b>238,5</b> | <b>230,2</b> | <b>234,4</b> | <b>247,7</b> | <b>3 096,4</b> |
| WACC   | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%                               | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%          |
| <i>współczynnik dyskonta</i>                 | 91,6%        | 82,5%        | 74,3%        | 67,0%        | 60,3%                               | 54,4%        | 49,0%        | 44,1%        | 39,7%        | 35,8%        | 35,8%          |
| PV FCF                                       | 95,2         | 183,1        | 209,5        | 126,0        | 117,4                               | 114,5        | 116,8        | 101,6        | 93,2         | 88,7         | 1 108,8        |
| <b>WACC</b>                                  | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b>                        | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b>   |
| Koszt długu                                  | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%                                | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%           |
| Stopa wolna od ryzyka                        | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%                                | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%           |
| Premia za ryzyko                             | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%                                | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%           |
| Efektywna stopa podatkowa                    | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%                               | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%          |
| Dług netto / EV                              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%                                | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%           |
| Koszt kapitału własnego                      | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%                               | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%          |
| Premia za ryzyko                             | 5,0%         | 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          | 1,0            |
| Wzrost FCF po okresie prognozy               |              |              |              | 3,0%         | <b>Analiza wrażliwości</b>          |              |              |              |              |              |                |
| Wartość rezydualna (TV)                      |              |              |              | 3 096,4      | <b>Wzrost FCF w nieskończoności</b> |              |              |              |              |              |                |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     |              |              |              | 1 108,8      |                                     | <b>1,0%</b>  | <b>2,0%</b>  | <b>3,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>5,0%</b>  |                |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy |              |              |              | 1 245,9      | WACC +1,0pp                         | 90,3         | 93,9         | 98,2         | 103,6        | 110,6        |                |
| Wartość firmy (EV)                           |              |              |              | 2 354,7      | WACC +0,5pp                         | 92,0         | 95,9         | 100,8        | 106,9        | 114,9        |                |
| Dług netto                                   |              |              |              | 3,3          | WACC                                | 93,9         | 98,2         | 103,6        | 110,6        | 119,9        |                |
| Udziałowcy mniejszościowi                    |              |              |              | 0,0          | WACC -0,5pp                         | 95,9         | 100,8        | 106,9        | 114,9        | 125,9        |                |
| Wartość firmy                                |              |              |              | 2 351,4      | WACC -1,0pp                         | 98,2         | 103,6        | 110,6        | 119,9        | 133,0        |                |
| Liczba akcji (mln)                           |              |              |              | 24,6         |                                     |              |              |              |              |              |                |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>          |              |              |              | <b>95,7</b>  |                                     |              |              |              |              |              |                |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego     |              |              |              | 8,1%         |                                     |              |              |              |              |              |                |
| <b>Cena docelowa</b>                         |              |              |              | <b>103,6</b> |                                     |              |              |              |              |              |                |
| EV/EBITDA('07) dla ceny docelowej            |              |              |              | 11,8         |                                     |              |              |              |              |              |                |
| P/E('07) dla ceny docelowej                  |              |              |              | 12,7         |                                     |              |              |              |              |              |                |
| Udział TV w EV                               |              |              |              | 47%          |                                     |              |              |              |              |              |                |

**Rachunek wyników**

| (mln PLN)                              | 2005         | 2006         | 2007         | 2008P        | 2009P          | 2010P          |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>          | <b>341,8</b> | <b>729,8</b> | <b>878,8</b> | <b>951,0</b> | <b>1 370,0</b> | <b>1 855,0</b> |
| <i>zmiana</i>                          |              | 113,5%       | 20,4%        | 8,2%         | 44,1%          | 35,4%          |
| Koszt własny sprzedaży                 | 248,4        | 496,9        | 545,7        | 684,7        | 1 065,9        | 1 502,6        |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 93,4         | 232,9        | 333,1        | 266,3        | 304,1          | 352,5          |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>       | <i>27,3%</i> | <i>31,9%</i> | <i>37,9%</i> | <i>28,0%</i> | <i>22,2%</i>   | <i>19,0%</i>   |
| Koszty sprzedaży                       | 31,9         | 21,7         | 22,4         | 23,7         | 24,9           | 26,1           |
| Koszty ogólnego zarządu                | 21,6         | 41,3         | 57,7         | 52,2         | 53,8           | 55,4           |
| Pozostała działalność operacyjna netto | -6,4         | -4,8         | -12,1        | 0,0          | 0,0            | 0,0            |
| <b>EBIT</b>                            | <b>40,6</b>  | <b>126,1</b> | <b>241,0</b> | <b>197,8</b> | <b>227,4</b>   | <b>273,2</b>   |
| <i>zmiana</i>                          |              | 210,8%       | 91,1%        | -17,9%       | 15,0%          | 20,2%          |
| <i>marża EBIT</i>                      | <i>11,9%</i> | <i>17,3%</i> | <i>27,4%</i> | <i>20,8%</i> | <i>16,6%</i>   | <i>14,7%</i>   |
| Wynik na działalności finansowej       | -8,0         | 15,0         | 9,4          | -3,1         | -0,2           | 9,6            |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe                              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zysk brutto</b>                     | <b>32,6</b>  | <b>141,1</b> | <b>250,4</b> | <b>194,7</b> | <b>227,2</b>   | <b>282,8</b>   |
| Podatek dochodowy                      | 6,7          | 25,2         | 49,7         | 37,0         | 43,2           | 53,7           |
| Udziałowcy mniejszościowi              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>25,9</b>  | <b>115,9</b> | <b>200,6</b> | <b>157,7</b> | <b>184,0</b>   | <b>229,1</b>   |
| <i>zmiana</i>                          |              | 347,7%       | 73,1%        | -21,4%       | 16,7%          | 24,5%          |
| <i>marża</i>                           | <i>7,6%</i>  | <i>15,9%</i> | <i>22,8%</i> | <i>16,6%</i> | <i>13,4%</i>   | <i>12,3%</i>   |
| Amortyzacja                            | 1,8          | 1,6          | 2,5          | 1,9          | 2,1            | 2,3            |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>42,3</b>  | <b>127,7</b> | <b>243,5</b> | <b>199,7</b> | <b>229,5</b>   | <b>275,5</b>   |
| <i>zmiana</i>                          |              | 201,7%       | 90,7%        | -18,0%       | 14,9%          | 20,1%          |
| <i>marża EBITDA</i>                    | <i>12,4%</i> | <i>17,5%</i> | <i>27,7%</i> | <i>21,0%</i> | <i>16,7%</i>   | <i>14,9%</i>   |
| Liczba akcji na koniec roku (mln.)     | -            | 24,6         | 24,6         | 24,6         | 24,6           | 24,6           |
| EPS                                    | -            | 4,7          | 8,2          | 6,4          | 7,5            | 9,3            |
| CEPS                                   | -            | 4,8          | 8,3          | 6,5          | 7,6            | 9,4            |
| ROAE                                   | 4,4%         | 12,5%        | 16,0%        | 10,0%        | 12,3%          | 13,4%          |
| ROAA                                   | 30,1%        | 23,6%        | 28,8%        | 19,2%        | 19,3%          | 20,4%          |

**Bilans**

| (mln PLN)                         | 2005         | 2006         | 2007           | 2008P          | 2009P          | 2010P          |
|-----------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTYWA</b>                     | <b>586,4</b> | <b>923,9</b> | <b>1 252,1</b> | <b>1 576,7</b> | <b>1 491,1</b> | <b>1 715,6</b> |
| <b>Majątek trwały</b>             | <b>20,2</b>  | <b>17,0</b>  | <b>21,9</b>    | <b>22,1</b>    | <b>22,2</b>    | <b>22,4</b>    |
| Rzeczowe aktywa trwałe            | 7,3          | 5,5          | 6,5            | 19,9           | 19,6           | 19,2           |
| Wartości niematerialne i prawne   | 0,4          | 0,7          | 0,7            | 2,2            | 2,7            | 3,2            |
| Należności długoterminowe         | 0,9          | 1,5          | 1,6            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe aktywa trwałe           | 11,6         | 9,3          | 13,1           | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Majątek obrotowy</b>           | <b>566,2</b> | <b>906,9</b> | <b>1 230,2</b> | <b>1 554,6</b> | <b>1 468,9</b> | <b>1 693,2</b> |
| Zapasy                            | 396,7        | 594,9        | 862,4          | 944,8          | 759,2          | 759,5          |
| Należności krótkoterminowe        | 43,4         | 60,8         | 65,9           | 36,9           | 63,6           | 50,2           |
| Pozostałe aktywa obrotowe         | 52,3         | 23,7         | 23,7           | 25,0           | 25,0           | 25,0           |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalent | 73,8         | 227,5        | 275,5          | 548,0          | 621,1          | 858,5          |

| (mln PLN)                           | 2005         | 2006         | 2007           | 2008P          | 2009P          | 2010P          |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>PASYWA</b>                       | <b>539,1</b> | <b>923,9</b> | <b>1 252,1</b> | <b>1 576,7</b> | <b>1 491,1</b> | <b>1 715,6</b> |
| <b>Kapitał własny</b>               | <b>86,1</b>  | <b>491,9</b> | <b>696,1</b>   | <b>823,2</b>   | <b>955,2</b>   | <b>1 123,6</b> |
| Kapitał akcyjny                     | 21,9         | 24,1         | 24,1           | 24,1           | 24,1           | 24,1           |
| Pozostałe kapitały własne           | 111,6        | 467,8        | 671,6          | 769,1          | 879,1          | 1 038,8        |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>166,9</b> | <b>154,8</b> | <b>330,4</b>   | <b>463,6</b>   | <b>96,7</b>    | <b>80,2</b>    |
| Pożyczki i kredyty                  | 128,3        | 102,2        | 241,8          | 374,9          | 30,0           | 30,0           |
| Pozostałe                           | 38,5         | 52,6         | 88,6           | 88,6           | 66,7           | 50,2           |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>286,1</b> | <b>277,2</b> | <b>225,5</b>   | <b>289,9</b>   | <b>439,2</b>   | <b>511,8</b>   |
| Pożyczki i kredyty                  | 107,0        | 98,9         | 37,0           | 66,2           | 120,0          | 240,0          |
| Zobowiązania handlowe               | 132,3        | 140,8        | 121,0          | 140,3          | 248,5          | 201,1          |
| Rozliczenia międzyokresowe          | 37,9         | 30,2         | 49,0           | 64,9           | 52,2           | 52,2           |
| Pozostałe                           | 8,8          | 7,3          | 18,5           | 18,5           | 18,5           | 18,5           |

|                               |        |       |       |        |        |        |
|-------------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Dług                          | 235,4  | 201,1 | 278,8 | 441,1  | 150,0  | 270,0  |
| Dług netto                    | 161,5  | -26,4 | 3,3   | -106,9 | -471,1 | -588,5 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | 187,7% | -5,4% | 0,5%  | -13,0% | -49,3% | -52,4% |
| (Dług netto / EBITDA)         | 3,8    | -0,2  | 0,0   | -0,5   | -2,1   | -2,1   |

|      |   |      |      |      |      |      |
|------|---|------|------|------|------|------|
| BVPS | - | 20,0 | 28,3 | 33,5 | 38,9 | 45,7 |
|------|---|------|------|------|------|------|

**Przepływy pieniężne**

| (mln PLN)                               | 2005         | 2006         | 2007         | 2008P        | 2009P         | 2010P        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>             | <b>-15,2</b> | <b>-12,6</b> | <b>-22,3</b> | <b>140,2</b> | <b>418,4</b>  | <b>180,6</b> |
| Zysk netto                              | 25,9         | 115,9        | 200,6        | 157,7        | 184,0         | 229,1        |
| Amortyzacja                             | 1,8          | 1,6          | 2,5          | 1,9          | 2,1           | 2,3          |
| Kapitał obrotowy                        | -223,0       | -203,5       | -245,3       | -58,0        | 37,9          | 60,5         |
| Pozostałe                               | 180,2        | 73,4         | 19,8         | 38,6         | 194,5         | -111,3       |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>           | <b>7,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>-3,6</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>-2,3</b>   | <b>-2,4</b>  |
| <b>Przepływy finansowe</b>              | <b>3,2</b>   | <b>168,0</b> | <b>73,9</b>  | <b>132,2</b> | <b>-343,1</b> | <b>59,3</b>  |
| Emisja akcji                            | 0,0          | 220,5        | 0,0          | 0,0          | 0,0           | 0,0          |
| Dług                                    | 151,2        | 41,6         | 73,9         | 162,3        | -291,1        | 120,0        |
| Dywidenda (buy-back)                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | -30,1        | -52,0         | -60,7        |
| Pozostałe                               | -147,9       | -94,2        | 0,0          | 0,0          | 0,0           | 0,0          |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b> | <b>0,0</b>   | <b>48,0</b>  | <b>272,2</b> | <b>73,1</b>  | <b>237,5</b>  | <b>117,0</b> |
| Środki pieniężne na koniec okresu       | 73,8         | 227,5        | 275,5        | 548,0        | 621,1         | 858,5        |
| DPS (PLN)                               | -            | 0,00         | 0,00         | 1,23         | 2,12          | 2,47         |
| FCF                                     | 0,0          | 103,9        | 221,9        | 281,7        | 188,1         | 194,6        |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Handel, surowce, inne

Piotr Janik tel. (+48 22) 697 47 40  
[piotr.janik@dibre.com.pl](mailto:piotr.janik@dibre.com.pl)  
IT, inne

Kacper Żak, CFA tel. (+48 22) 697 47 41  
[kacper.zak@dibre.com.pl](mailto:kacper.zak@dibre.com.pl)  
Deweloperzy, inne

Samer Masri tel. (+48 22) 697 47 36  
[samer.masri@dibre.com.pl](mailto:samer.masri@dibre.com.pl)  
Budownictwo

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
Inne

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@dibre.com.pl)

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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 progностycznych 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                    | Trzymaj    | Akumuluj   | Kupuj      | Kupuj      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>data wydania</b>             | 2007-09-25 | 2007-11-07 | 2007-12-04 | 2007-12-11 |
| <b>kurs z dnia rekomendacji</b> | 151.10     | 136.00     | 111.00     | 112.00     |
| <b>WIG w dniu rekomendacji</b>  | 61570.24   | 61527.41   | 56412.82   | 58795.04   |