

29 kwietnia 2011

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

Dom Development **Kupuj**

DOMD.WA; DOM PW

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Strata w Q1 2011 zgodna z zapowiedziami spółki

Obecna cena 45,8 PLN, Cena docelowa 54,4 PLN

Wyniki Q1 2011 nie zaskakują. Na spotkaniu poświęconym wynikom Q4 2010 spółka zapowiadała, że Q1 2011, charakteryzujący się niską liczbą przekazanych lokali, zakończy się stratą. Liczba przekazanych lokali w Q1 2011 wyniosła 20 (prognoza: 25). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 20,4% (prognoza: 24,7%). Niższa marża brutto nie budzi naszych obaw, gdyż wygenerowana została przy bardzo niewielkiej liczbie przekazanych lokali. Koszty ogólne wyniosły 19,6 mln PLN (prognoza: 18,9 mln PLN). W całym 2011 roku koszty ogólne mają wzrosnąć o 15% r/r (prognoza jest bardziej konserwatywna, założony wzrost kosztów o 19%). W Q2 2011 spółka planuje przekazać 200 lokali, co powinno zapewnić zerowy wynik netto za I półrocze. Liczbę lokali do przekazania w H2 2011 spółka szacuje na 1000 (przekazania w Q4 > przekazania w Q3). Łącznie daje to około 1200 przekazanych lokali w całym 2011 roku. Nasza prognoza zakłada przekazanie 1466 lokali (możliwość przesunięcia części wyniku między rokiem 2011 a rokiem 2012). W Q1 2011 Dom Development sprzedał netto 399 lokali, co oznacza efektywność sprzedaży na dobrym poziomie 21%. Spółka poinformowała o rewizji celów budżetowych dotyczących zakupów gruntów. Budżet na rok 2011 wzrósł z ponad 200 mln PLN do ponad 350 mln PLN. Oznacza to: w krótkim terminie pogorszenie wskaźnika EV/EBITDA oraz wzrost LTV (z 22,1% do 44,2%, granica bezpieczeństwa: 60-70%). W średnim terminie wyższe wydatki na zakup ziemi oznaczają lepsze, nie w pełni zdyskontowane w wycenie perspektywy wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2011 vs. prognoza i konsensus PAP

	Q1 2011	Q1 2011P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q1 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	20,2	21,0	-3,8%	22,9	-11,9%	159,9	-87,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,1	5,2	-20,6%	-	-	35,2	-88,3%
Marża %	20,4%	24,7%	-	-	-	22,0%	-
EBIT	-14,8	-14,3	-	-12,8	-	17,4	-
Marża %	-73,3%	-68,0%	-	-55,9%	-	10,9%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	-15,0	-15,6	-	-	-	14,9	-
Marża %	-74,6%	-74,5%	-	-	-	9,3%	-
Zysk netto	-12,2	-12,7	-	-13,2	-	11,8	-
Marża %	-60,7%	-60,3%	-	-57,6%	-	7,4%	-

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

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognoza: 1,4 mln PLN). Na poziom kosztów finansowych wpływa odsetek kapitalizowanych kosztów finansowych. Cash flow operacyjny wyniósł 44,4 mln PLN. Dodatni cash flow spółka zawdzięcza zaliczkom otrzymanym od klientów, z tytułu umów zakupu lokali.

Sprzedaż mieszkań brutto w relacji do średniej wielkości oferty mieszkań

	Q1 2011	Q4 2010	Q3 2010	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009
Średnia wielkość oferty	1 926	1 699	1 446	1 351	1 221	882	893	1 048	1 180
Sprzedaż mieszkań brutto	407	426	334	330	360	317	251	215	126
Sprzedaż brutto / wielkość oferty	21%	25%	23%	24%	29%	36%	28%	21%	11%

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

Parametry inwestycji przy ul. Przyokopowej

Dom Development poinformował o zawarciu umowy przedwstępnej nabycia gruntu przy ul. Przyokopowej 7/13 o powierzchni 98 879 m² za kwotę 168,3 mln PLN. Na konferencji zarząd spółki przyznał, że planuje na gruncie budowę 1650 mieszkań. Przy założeniu średniej powierzchni mieszkania na poziomie 60 m², oznaczałoby to możliwość budowy około 99 tys. PUM (chłonność gruntu 1:1, cena 1 PUM ~ 1700 PLN). Dom Development zakłada marżę na inwestycji na poziomie 20-kilku %. Rozpoczęcie budowy 1 etapu inwestycji ma mieć miejsce na jesieni 2012. Zarząd nie wie jeszcze, na ile faz będzie podzielona inwestycja. Grunt ma warunki zabudowy. Uważamy, że nowa inwestycja Dom Development pod względem cen i lokalizacji będzie porównywalna i konkurencyjna z projektem City Apartments Robyga i Zielony Żoliborz Turret Development.



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

Departament Analiz:

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 księgowa

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 księgowa) - 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnyty, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.