

26 sierpnia 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

Dom Development

DOMD.WA; DOM.PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Sytuacja bez większych zmian**Obecna cena: 46,0 PLN; Cena docelowa: 50,1 PLN**

Wyniki Dom Development w Q2 2010 okazały się lepsze od naszych oczekiwań. Różnica jednak, pomimo, iż procentowo duża, to jedynie 0,49% kapitalizacji deweloperskiej spółki. Głównym źródłem zaskoczenia pozytywnego są wyższe niż oczekiwane metraże przekazywanych lokali o wyższym standardzie, głównie w projektach Grzybowska i Gdański. Liczba przekazanych lokali, tak łącznie, jak i w podziale na poszczególne projekty, były bardzo zbliżona do naszych oczekiwań (podobnie jak marża brutto na sprzedaży). W II połowie 2010 roku zarząd Dom Development planuje oddać jedynie 240-270 lokali, co oznacza, że wynik netto będzie w Q3 i Q4 2010 słabszy, niż w Q1 i Q2 2010. Dla porównania, w Q2 2010 spółka przekazała 180 mieszkań i dwa lokale użytkowe. Podtrzymujemy opinię, że wyniki 2010 roku są konsekwencją decyzji o nie rozpoczynaniu nowych inwestycji przez Dom Development w 2008 roku i I połowie roku 2009. Nowe projekty, których budowa rozpoczęła się jesienią 2009 roku i w 2010 roku, pojawią się w wynikach spółki dopiero w połowie 2011 roku. Wyniki 2011 i 2012 roku są naszym zdaniem najistotniejsze, z punktu widzenia oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółki. W Q2 2010 Dom Development sprzedał 312 mieszkań, czyli mniej, niż w Q1 2010 (343 lokale). Pogorszenie wyników sprzedaży nas nie martwi, gdyż uważamy, że zadziałał po prostu efekt bardzo wysokiej bazy (efektywność sprzedaży w Q1 2010 wyniosła aż 29%). W Q2 2010 efektywność sprzedaży spadła do 24%, co nadal oznacza sprzedaż wszystkich mieszkań w projekcie w okresie roku, przy cyklu budowy rzędu 1,5 roku. Podtrzymujemy nasze oczekiwania, uwzględnione w raporcie analitycznym, odnośnie czasu i wielkości rozpoczynanych przez dewelopera nowych inwestycji. Decyzja o nabyciu dwóch nowych gruntów, ujawniona przy okazji wyników, jest pozytywna i wspiera nasze prognozy wyników finansowych na rok 2012. Nasza ocena Dom Development i cena docelowa pozostaje niezmieniona. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Przychody okazały się o 16,8% wyższe od naszych oczekiwań, co wynika z większego metrażu przekazywanych mieszkań o wyższym standardzie (liczba przekazanych mieszkań jest zgodna z oczekiwaniami i wynosi 180). Marża brutto ze sprzedaży jest o 0,5 pkt. procentowego wyższa od naszych oczekiwań, co naszym zdaniem nie jest istotną różnicą. Koszty ogólne wyniosły 17,7 mln PLN, przy prognozie na poziomie 18,0 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 1,6 mln PLN (prognoza: 0,75 mln PLN). Ostatecznie, EBIT okazał się o 41,8% wyższy od naszych oczekiwań. W stosunku do naszym prognoz, różnica na poziomie EBIT to w zasadzie wyłącznie efekt wyższych przychodów. Konsensus prognoz zaś właściwie oszacował przychody, ale prawdopodobnie przyjął niższe, niż zakładane przez nas i raportowane przez spółkę marże.

Niższe niż zakładaliśmy okazały się pozostałe koszty finansowe netto (2,4 mln PLN, prognoza: 4,4 mln PLN). Odchylenie na tym poziomie wynika naszym zdaniem głównie z problemów z alokacją kosztów finansowych do projektów (koszty finansowe projektów w toku są kapitalizowane, koszty finansowe gotowych inwestycji są księgowane w rachunku zysków i strat). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,2%. Ostatecznie zysk netto jest o 5,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań, czego źródłem są wyższe przychody. Odchylenie procentowe jest duże, gdyż w 2010 roku spółka przekazuje stosunkowo mało mieszkań (duża dźwignia operacyjna kosztów). Odchylenie w wysokości 5,9 mln PLN to jedynie 0,49% kapitalizacji Dom Development.

Wyniki Q2 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	142,8	122,2	16,8%	141,0	1,3%	192,0	-25,6%
Zysk brutto	38,3	32,2	19,0%	-	-	51,7	-25,9%
Marża %	26,8%	26,3%	-	-	-	27,0%	-
EBIT	19,1	13,4	41,8%	17,1	11,5%	30,7	-37,9%
Zysk brutto	16,7	9,0	85,4%	-	-	28,3	-41,2%
Zysk netto	13,2	7,3	81,1%	11,6	13,7%	22,6	-41,7%

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

Sprzedaż mieszkań brutto w relacji do średniej wielkości oferty mieszkań

	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008
Średnia wielkość oferty	1 351	1 221	882	893	1 048	1 180	1 269	1 414	1 536
Sprzedaż mieszkań brutto	330	360	317	251	215	126	105	234	366
Sprzedaż brutto / wielkość oferty	24%	29%	36%	28%	21%	11%	8%	17%	24%

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



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

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

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
micchal.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
micchal.stepkowski@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
micchal.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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.