

5 listopada 2009

Aktualizacja raportu


Deweloperzy

Polska

Cena bieżąca **44,0 PLN**
Cena docelowa **50,1 PLN**

Kapitalizacja 1,08 mld PLN

Free float 0,26 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 1,47 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V. 63,15%

Jarosław Szanajca 7,06%

Grzegorz Kiełpsz 5,66%

Pozostali 24,13%

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.

Dom Development Akumuluj

DOM.PW; DOMD.WA

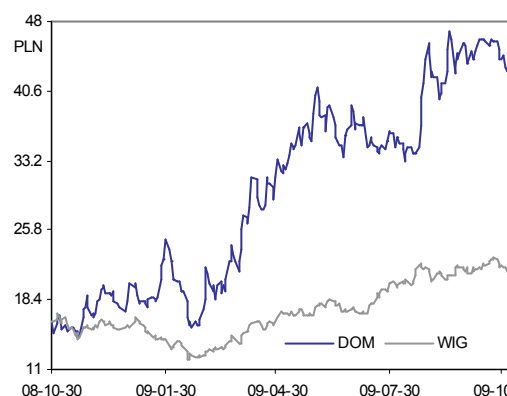
(Podtrzymana)

Sytuacja deweloperów poprawia się

Sytuacja na rynku poprawia się. W Q3 2009 spółka sprzedała 230 mieszkań netto (251 brutto), co jest wynikiem lepszym niż w Q2 2009 (215 mieszkań sprzedanych brutto). Efektywność sprzedaży, mierzona stosunkiem ilości sprzedanych mieszkań do wielkości oferty jest naszym zdaniem zdecydowanie lepsza niż w Q2 2008, tzn. po spowolnieniu na rynku, ale przed „kryzysem finansowym”. Zgodnie z oczekiwaniami, Dom Development rozpoczyna kolejne projekty. Zgodnie z zapowiedzią spółki, 1233 mieszkania w 7 projektach mogą być wprowadzone do sprzedaży natychmiast po podjęciu takiej decyzji przez zarząd. Finansowanie będzie dostępne w miarę potrzeb. Pierwsze weryfikacje naszych założeń wypadają pomyślnie - koszt budowy w przypadku projektów Derby 9 i Saska Kępa (Gocław) okazał się o 200 PLN/PUM niższy od naszych oczekiwań. Kolejne projekty zdaniem zarządu zostaną rozpoczęte, ale nie wcześniej niż w marcu 2010 roku. Przyczyną różnicy między wynikami finansowymi a prognozą wyników są głównie pozostałe koszty finansowe, które stopniowo będą „wygaszane”, wraz z rozpoczynaniem kolejnych projektów (koszty te przejdą na koszty projektów, księgowane dopiero wraz z zakończeniem inwestycji). W efekcie, wyniki Q3 2009 nie są znacząco dalekie od naszych oczekiwań. Odchylenia na poziomie marż projektowych powodują rewizję w dół prognoz na lata 2009-2010 (zmniejszenie wyniku spółki), niższe koszty budowy zaś wpływają na poprawę prognozowanych wyników 2011 i 2012 roku. Podsumowując, zdajemy sobie sprawę, że Dom Development notowany jest z premią do wartości aktywów, uważamy jednak, że premia ta jest uzasadniona. Sądzymy też, że spółka będzie w stanie rozwinąć w przyszłości działalność tak, aby być w stanie sprzedawać co najmniej 2000 mieszkań rocznie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Uzasadnienie premii do wartości księgowej

Dom Development notowany jest ze znaczną premią do wartości księgowej. Uważamy, że premia ta ma uzasadnienie. Większość firm deweloperskich przeinwestowała, ze względu na panujący w czasach hossy model biznesowy. Wymagał on wówczas 10% wkładu własnego w realizację nowych inwestycji, dziś jest to aż 40%. Część deweloperów będzie w stanie pozyskać kapitał i kontynuować działalność na porównywalnym poziomie, inne małe podmioty mogą działalności nie kontynuować. Dom Development na tle konkurencji charakteryzuje się bardzo dużą płynnością. Premia należy się też ze względu na organizację, dobrze znaną markę i relacje z bankami. Zwracamy też uwagę, że działalność deweloperska jest wysoko marżowa, jednak inną kwestią jest jej skala. Uważamy, że nadpłynny deweloper będzie w stanie zwiększać skalę działalności, a więc także rotację aktywów i ROE. Pomoże w tym 100-150 mln PLN, które spółka chce przeznaczyć na zakup gruntów, co zapewni jej większą dywersyfikację banku ziemi i pozwoli rozpocząć więcej nowych projektów.

Kurs akcji DOM na tle WIG

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	878,8	698,2	634,5	497,3	798,1
EBITDA	243,2	168,1	100,9	39,7	123,7
marża EBITDA	27,7%	24,1%	15,9%	8,0%	15,5%
EBIT	241,0	165,7	98,5	37,3	121,3
Zysk netto	200,6	136,9	75,0	27,3	97,7
P/E	5,4	7,9	14,4	39,6	11,1
P/CE	5,3	7,8	14,0	36,3	10,8
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	4,5	8,0	13,5	31,6	7,7
DYield	0,3%	4,6%	1,8%	0,6%	2,3%

Wyniki Q3 2009

Wyniki Dom Development w Q3 2009 są nominalnie gorsze od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Pomimo wyższych przychodów, rentowność na przekazywanych klientom mieszkaniach okazała się niższa niż szacowaliśmy i wyniosła 17% brutto na sprzedaży (oczekiwaliśmy 24%, zgodnie z naszymi szacunkami konsensus prognoz zakładał około 26%). Zgodnie z informacjami pozyskanymi od Dom Development, w Q3 2009 spółka rozpoznała w wyniku oddania objętych rezerwą domów jednorodzinnych, w efekcie, koszty własne ze sprzedaży obciążył koszt rezerwy (3 mln PLN), która jednocześnie została wyksięgowana z pozostałych kosztów finansowych (3 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych). W efekcie tego zdarzenia, pozostałe przychody operacyjne wyniosły 1,1 mln PLN netto, podczas gdy my oczekiwaliśmy 1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych.

Pomijając efekt rezerwy, zysk brutto ze sprzedaży wyniósłby 25,5 mln PLN, czyli byłby bardzo zbliżony do oczekiwań. Marża brutto wyniosłaby 19,3%, tzn. ciągle była niższa, niż oczekiwaliśmy, zwracamy jednak uwagę, że wynika to tylko częściowo ze zbyt wysokich prognoz marż na starych projektach. Ilość tanich mieszkań na Białotę przekazanych klientom w Q3 2009 okazała się wyższa, niż zakładaliśmy (175 mieszkań, oczekiwaliśmy jedynie 135). Generalnie, w Q3 2009 przekazanych zostało 296 mieszkań (oczekiwaliśmy 240). W Q4 2009 należy spodziewać się przekazania około 300 lokali, głównie o standardzie popularnym, w tym domów, w efekcie, wyniki raczej nie będą istotnie lepsze na poziomie operacyjnym niż w Q3 2009.

Koszty ogólne działalności wyniosły 15,5 mln PLN, tzn. były o około 0,5 mln PLN niższe niż zakładaliśmy. Efekt pozostałych przychodów operacyjnych został zneutralizowany przez pozostałe koszty finansowe netto, które wyniosły 3,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych przychodów finansowych w wysokości 1,7 mln PLN). Wyższa niż oczekiwaliśmy (ponad 24%) okazała się też efektywna stopa podatkowa. Ostatecznie, wynik netto okazał się niższy od naszych oczekiwań i niższy od oczekiwań rynku. Zwracamy uwagę, że główną przyczyną różnic między wynikiem finansowym a naszą prognozą są pozostałe koszty finansowe, które naszym zdaniem stopniowo będą zanikały. Rozpoczynanie nowych projektów deweloperskich spowoduje, że koszty finansowe będą przypisane bezpośrednio do projektów, tzn. będą wykazywane w koszcie własnym sprzedaży w momencie przekazania lokali w nowych inwestycjach.

Wyniki Dom Development Q3 2009

(mln PLN)	Wyniki	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	132,1	104,9	25,9%	124,0	6,6%
Zysk brutto ze sprzedaży*	22,5	25,2	-10,7%	-	32,1 *
%	17,0%	24,0%	-	-	25,9% *
EBIT	7,0	9,1	-23,3%	16,6	-57,8%
%	5,3%	8,7%	-	13,4%	-
Zysk brutto	6,0	9,8	-38,8%	-	-
Zysk netto	4,5	8,0	-43,3%	12,7	-64,5%
%	3,4%	7,6%	-	10,2%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PAP, Dom Development; * przybliżony szacunek DI BRE Banku (zysk brutto ze sprzedaży = prognozowany EBIT + faktyczne koszty ogólne działalności)

Efektywność sprzedaży w Dom Development

Poniżej przedstawiamy nasz wskaźnik efektywności sprzedaży. Wskaźnik jest ilorazem sprzedaży mieszkań brutto i średniej wielkości oferty Dom Development w danym kwartale. Zwracamy uwagę, że efektywność sprzedaży w Q3 2009 jest wyższa, niż w Q2 2008, gdy na rynku zauważalne było spowolnienie, nie było jednak mowy o kryzysie.

Wskaźnik efektywności sprzedaży (sprzedaż brutto / średnia wielkość oferty w kwartale)

	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008
Średnia wielkość oferty	893	1048	1180	1269	1414	1536
Sprzedaż mieszkań brutto	251	215	126	105	234	366
Wskaźnik efektywności sprzedaży	28%	21%	11%	8%	17%	24%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zwracamy uwagę, że rozpoczęcie nowych projektów spowoduje wzrost wielkości oferty spółki (w Q1 2010 przekroczy ona 2000 mieszkań). Utrzymanie wskaźnika efektywności sprzedaży na poziomie powyżej 25% gwarantuje możliwość osiągania sprzedaży w wysokości 2000 mieszkań rocznie, czyli 500 kwartalnie. Nie spodziewamy się jednak osiągnięcia poziomu sprzedaży w wysokości 500 mieszkań kwartalnie już w Q1 i Q2 2010. Jest to związane z tym, że prace budowlane na nowych projektach będą w początkowej fazie. Sprzedaż będzie stopniowo rosła wraz z powiększaniem się oferty. Spodziewamy się intensyfikacji sprzedaży, gdy nowe inwestycje będą przynajmniej na etapie stanu surowego, tzn. w Q4 2010 / Q1 2011.

Zmiany w wycenie i prognozach

Dokonyjemy niewielkich korekt w prognozach. Rentowność bieżących projektów została skorygowana w dół, po wynikach Q3 2009. Rentowność planowanych projektów wzrosła, ze względu na zakontraktowaną po niższej cenie usługę budowlaną. Koszt budowy osiedla Saska Kępa (Gocław) wyniesie około 3400 PLN/PUM w miejsce oczekiwanych 3600 PLN/PUM. Koszt budowy osiedla Derby 9 wyniesie 3000 PLN/PUM, w miejsce oczekiwanych 3200 PLN/PUM. W naszych prognozach dotyczących przyszłych projektów pozostajemy nadal konserwatywni. Koszty budowy pozostałych projektów pozostawiamy nie zmienione. Nie zmieniamy też w stosunku do pierwotnego raportu cen sprzedaży mieszkań. Pozostawiamy w ten sposób potencjał do pozytywnych zaskoczeń.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Dom Development szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 50,1 PLN.

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań od 3 do 5% niższe od obecnych, uwzględniając rabaty.
- Zwrot na kapitale przekraczający WACC w latach 2014+.
- Wzrost kosztów budowy z obecnych poziomów o 3% rocznie, od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań od założonych poziomów o 3% rocznie, od 2011 roku.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Do 2013 roku spółka inwestuje w oparciu o własne grunty.
- Dom Development nie dywersyfikuje swej działalności o nowe lokalizacje i miasta do 2012 roku.
- Zakupy gruntów w 2010, 2011 i 2017 roku oraz corocznie, w latach 2017+.



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	634,5	497,3	798,1	763,6	783,9	823,1	861,8	899,7	933,9	966,6	
zmiana	-9,1%	-21,6%	318,6%	-4,3%	2,7%	5,0%	4,7%	4,4%	3,8%	3,5%	
EBITDA	100,9	39,7	123,7	107,6	96,8	101,3	107,2	112,9	117,7	122,1	
marża EBITDA	15,9%	8,0%	15,5%	14,1%	12,3%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%	12,6%	
Amortyzacja	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	
EBIT	98,5	37,3	121,3	105,1	94,4	98,9	104,8	110,5	115,3	119,7	
marża EBIT	15,5%	7,5%	15,2%	13,8%	12,0%	12,0%	12,2%	12,3%	12,3%	12,4%	
Opodatkowanie EBIT	18,7	7,1	23,0	20,0	17,9	18,8	19,9	21,0	21,9	22,7	
NOPLAT	79,7	30,2	98,2	85,2	76,4	80,1	84,9	89,5	93,4	97,0	
CAPEX	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Kapitał obrotowy	253,8	81,4	235,8	41,7	33,7	-26,2	-24,9	-23,8	-21,7	-20,7	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	333,6	111,5	334,0	126,9	110,2	53,9	60,0	65,7	71,7	76,3	78,6
WACC	10,1%	10,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
współczynnik dyskonta	98,4%	89,1%	80,1%	72,0%	64,8%	58,3%	52,4%	47,1%	42,4%	38,3%	
PV FCF	328,3	99,4	267,5	91,4	71,4	31,4	31,4	30,9	30,4	29,2	

WACC	10,1%	10,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	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	20%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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%	Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	1 034,0	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	396,1		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 011,3	WACC -1,0pp	48,0	49,0	50,2	51,5	53,0
Wartość firmy (EV)	1 407,3	WACC -0,5pp	48,0	49,0	50,2	51,5	53,0
Dług netto	272,1	WACC	47,9	49,0	50,1	51,4	52,9
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0	WACC +0,5pp	47,9	48,9	50,1	51,4	52,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC +1,0pp	47,8	48,9	50,0	51,3	52,9
Wartość firmy	1 135,3						
Liczba akcji (mln)	24,6						
Wartość firmy na akcję (PLN)	46,2						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%						
Cena docelowa	50,1						
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	11,3						
P/E('09) dla ceny docelowej	16,4						
Udział TV w EV	28%						

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	729,8	878,8	698,2	634,5	497,3	798,1	763,6
<i>zmiana</i>	35,9%	20,4%	-20,6%	-9,1%	-21,6%	60,5%	-4,3%
Koszt własny sprzedaży	496,9	545,7	429,0	468,4	391,6	605,1	584,9
Zysk brutto na sprzedaży	232,9	333,1	269,1	166,1	105,7	193,0	178,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,9%	37,9%	38,5%	26,2%	21,3%	24,2%	23,4%
Koszty sprzedaży	-21,7	-22,4	-30,0	-21,9	-20,5	-21,5	-22,2
Koszty ogólnego zarządu	-41,3	-57,7	-61,9	-41,7	-44,0	-46,2	-47,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-5,0	-12,1	-11,5	-4,0	-4,0	-4,0	-3,8
EBIT	165,0	241,0	165,7	98,5	37,3	121,3	105,1
<i>zmiana</i>	130,7%	46,1%	-31,2%	-40,6%	-62,1%	225,4%	-13,3%
<i>marża EBIT</i>	22,6%	27,4%	23,7%	15,5%	7,5%	15,2%	13,8%
Wynik na działalności finansowej	2,8	9,4	7,2	-5,8	-3,5	-0,7	29,5
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	92,6	33,7	120,6	134,7
Podatek dochodowy	-32,6	-49,7	-36,0	-17,6	-6,4	-22,9	-25,6
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	75,0	27,3	97,7	109,1
<i>zmiana</i>	-	48,4%	-31,7%	-45,2%	-63,6%	257,5%	11,7%
<i>marża</i>	18,5%	22,8%	19,6%	11,8%	5,5%	12,2%	14,3%
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EBITDA	166,5	243,2	168,1	100,9	39,7	123,7	107,6
<i>zmiana</i>	127,3%	46,0%	-30,9%	-40,0%	-60,7%	211,7%	-13,0%
<i>marża EBITDA</i>	22,8%	27,7%	24,1%	15,9%	8,0%	15,5%	14,1%
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	3,1	1,1	4,0	4,4
CEPS	6,1	8,3	5,7	3,2	1,2	4,1	4,5
ROAE	43,2%	33,8%	19,9%	10,6%	3,6%	12,3%	12,6%
ROAA	17,9%	18,4%	9,1%	4,6%	1,9%	6,5%	6,8%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 519,1	1 424,2	1 564,7	1 623,8
Majątek trwały	17,0	21,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
WNiP	0,7	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	6,5	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	7,5	10,6	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Pozostałe	2,4	3,0	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Majątek obrotowy	906,9	1 230,2	1 743,7	1 498,2	1 403,3	1 543,8	1 602,9
Zapasy	594,9	862,4	1 458,1	1 222,7	1 028,7	831,3	786,6
Należności	60,8	65,9	55,5	50,5	47,7	76,5	73,2
Pozostałe aktywa obrotowe	23,7	26,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	227,5	275,5	223,7	218,7	320,5	629,5	736,7
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 519,1	1 424,2	1 564,7	1 623,8
Kapitał własny	491,9	696,1	683,5	738,8	759,3	832,6	898,0
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania długoterminowe	154,8	330,4	462,9	460,9	460,9	460,9	460,9
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	102,2	241,8	433,3	433,3	433,3	433,3	433,3
Rezerwy	52,6	88,6	29,6	27,7	27,7	27,7	27,7
Zobowiązania krótkoterminowe	277,2	225,5	618,4	319,5	204,1	271,3	264,9
Pożyczki i kredyty, obligacje	98,9	37,0	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5
Zobowiązania wobec dostawców	143,8	121,0	145,5	158,8	123,4	190,6	184,3
Inne	34,5	67,5	410,4	98,2	18,2	18,2	18,2
Dług	201,1	278,8	495,8	495,8	495,8	495,8	495,8
Dług netto	-26,4	3,3	272,1	277,1	175,3	-133,8	-240,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,4%	0,5%	39,8%	37,5%	23,1%	-16,1%	-26,8%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,0	1,6	2,7	4,4	-	-
BVPS	22,0	28,3	27,8	30,1	30,9	33,9	36,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-30,3	-22,3	-215,0	22,9	114,6	336,6	123,7
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	75,0	27,3	97,7	109,1
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitał obrotowy	-211,8	-295,7	-245,5	253,8	81,4	235,8	41,7
Pozostałe	44,8	70,6	-108,8	-308,4	3,5	0,7	-29,5
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
CAPEX	-1,4	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe	-0,3	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	0,0
Przepływy finansowe	185,8	73,9	166,7	-25,5	-10,4	-25,1	-14,1
Emisja akcji	220,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-34,8	77,6	216,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,7	-50,1	-19,6	-6,8	-24,4	-43,6
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	-5,0	101,8	309,0	107,1
Środki pieniężne na koniec okresu	227,5	275,5	223,7	218,7	320,5	629,5	736,7
DPS (PLN)	0,0	0,2	2,0	0,8	0,3	1,0	1,8
FCF				333,6	111,5	334,0	126,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	7,3	5,4	7,9	14,4	39,6	11,1	9,9
P/CE	7,2	5,3	7,8	14,0	36,3	10,8	9,7
P/BV	2,0	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	1,3	1,2	1,5	1,7	2,2	1,4	1,4
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	24,6%	8,9%	35,3%	15,1%
EV/EBITDA	5,7	4,5	8,0	13,5	31,6	7,7	7,8
EV/EBIT	5,8	4,5	8,2	13,8	33,7	7,8	8,0
EV/S	1,3	1,2	1,9	2,1	2,5	1,2	1,1
DYield	0,0%	0,3%	4,6%	1,8%	0,6%	2,3%	4,0%
Cena (PLN)	44,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	981,8	1080,6	1080,6	1080,6	1080,6	1080,6	1080,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EV (mln PLN)	955,4	1 083,9	1 352,6	1 357,6	1 255,8	946,7	839,6



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:

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

Analitycy:

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

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

„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 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 stanowił 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	Trzymaj	Sprzedaż	Sprzedaż	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-15	2009-09-04	2009-09-28
kurs z dnia rekomendacji	23,00	32,45	38,99	42,70	44,59
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	32362,67	36009,43	38214,58