11 kwietnia 2011

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Deweloperzy

Polska

Deweloperzy mieszkaniowi

Wzrost sprzedaży na rynku pierwotnym w Q1 2011

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

Zgodnie z naszymi kalkulacjami, sprzedaż mieszkań giełdowych deweloperów wzrosła w Q1 2011 o 1,8% q/q (+33,8% r/r). Wzrost sprzedaży był większy w przypadku firm o silniejszej pozycji rynkowej. Sprzedaż największych deweloperów mieszkaniowych wzrosła aż o 11,2%, przy wzroście oferty mieszkań na poziomie 9,2%. Efektywność sprzedaży giełdowych graczy nadal utrzymuje się na wysokim poziomie (22,7%, Q4 2010: 21,6%). Na tle rynku, pozytywnie zaskakuje Robyg (292 sprzedane lokale), Polnord (284 sprzedane lokale) i Budimex Nieruchomości (300 sprzedanych mieszkań). Dom Development nie opublikował danych sprzedażowych za Q1 2011, szacujemy jednak, że sprzedaż nie przekroczy wyniku za Q4 2010 (412 sprzedanych lokali). Duża poprawa miała miejsce w Ronsonie i Marvipolu, gdzie wzrost sprzedaży wynikał z powiększenia oferty lokali. Negatywnie zaskoczył Gant (jedynie 144 sprzedane lokale), co naszym zdaniem związane jest z przyjętą przez spółkę polityką cenową.

Oczekujemy, że w najbliższych kwartałach wzrośnie sprzedaż w: Dom Development (wzrost oferty) i Polnordzie (zaawansowanie budowy znacznie większe, niż zaawansowanie sprzedaży, dużo niesprzedanych lokali). Wzrostu sprzedaży oczekujemy też w H2 2011 w J.W. Construcion, wraz z powiększeniem się oferty dewelopera. W Robygu sprzedaż nadal będzie dobra. Największym zaskoczeniem pozytywnym może być poprawa wyników sprzedaży w Gancie, którą spółka zawdzięczać będzie oczekiwanej zmianie polityki cenowej. Na początku 2011 roku deweloper zaostrzył politykę cenową, co przyniosło pogorszenie wyników sprzedaży lokali. Na podstawie wyników sprzedaży za Q1 2011 można powiedzieć, że wielu deweloperów nie powinno mieć problemów ze zrealizowaniem celu sprzedaży lokali na cały rok 2011. W Grupie tej widzimy spółki takie jak: Budimex Nieruchomości, Robyg, Ronson, Marvipol. Nieznacznie niższą sprzedaż niż oczekujemy może zrealizować Dom Development i J.W. Construcion, nie widzimy jednak widocznego ryzyka dla prognoz wyników finansowych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Robyga, Dom Development i Polnordu i rekomendację akumuluj dla J.W. Construction. Wybrane spółki z branży nadal posiadają około 30% potencjału wzrostu kursu.

Sprzedaż mieszkań w okresie Q1 2010 - Q1 2011

Spółka	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	2010	Q1 2011
Sprzedaż mieszkań netto *						
Dom Development	343	312	319	412	1 386	390
Budimex Nieruchomości	181	311	238	245	975	300
Robyg	97	190	115	140	542	292
Polnord	119	136	273	238	766	284
J.W. Construction	286	270	345	361	1 262	258
Gant Development	168	236	281	294	979	144
Ronson	129	72	48	56	305	132
Marvipol	69	53	20	81	223	119
Inpro					300	111
Wikana	79	49	88	105	321	46
ED Invest	25	19	25	33	102	36
LC Corp					198	-
Unidevelopment (grupa Unibep)					213	40
Suma	**1 496**	**1 648**	**1 752**	**1 965**	**7 572**	**2 152**
Suma bez Inpro i Unidevelopment						**2 001**
Dynamika q/q		10,2%	6,3%	12,2%		1,8%

*Źródło: DI BRE Banku S.A., deweloperzy, prasa, szacunki DI BRE Banku S.A.; * J.W. Construction - sprzedaż brutto*

Duża poprawa sprzedaży w marcu

Duża poprawa wyników sprzedaży mieszkań miała miejsce w marcu. Styczeń był słaby, to jednak nie powinno zaskakiwać (tradycyjnie, sprzedaż w styczniu jest słaba). Luty był naszym zdaniem przeciętny. Czekamy na wyniki sprzedaży za kwiecień i maj. Sądzimy, że będą one dobre i pozwolą na podtrzymanie prognoz wyników spółek i rekomendacji inwestycyjnych.

Zmiany w Rodzinie na Swoim dopiero od 2012 roku?

Oczekujemy, że efekt wyborów parlamentarnych przewidzianych na październik spowoduje, że zmiany w programie Rodzina na Swoim wejdą w życie dopiero od 2012 roku. To znaczy, że obniżenie limitów cen lokali w programie i ograniczenie zakresu programu do rynku pierwotnego nastąpi dopiero za 3 kwartały. Nie przewidujemy, aby zmiany te miały istotny wpływ na sprzedaż lokali przez deweloperów (przesunięcie części popytu z rynku wtórnego na pierwotny będzie kompensowało zjawisko spadku dostępności kredytów w ramach programu).

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Wielkość oferty mieszkań wybranych deweloperów w okresie Q4 2009 - Q1 2011

Spółka	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Dom Development	1 023	1 418	1 283	1 609	1 788	2 104
Budimex Nieruchomości	703	522	470	462	956	834
Robyg	412	557	824	709	551	703
Polnord	1 135	1 540	2 022	1 822	1 367	1 618
Gant Development	485	452	700	1 249	1 258	1 122
Ronson	272	235	154	479	565	700
Suma	**4 030**	**4 724**	**5 453**	**6 330**	**6 485**	**7 081**
Dynamika q/q		12,5%	11,7%	12,6%	2,0%	9,2% *

*Źródło: DI BRE Banku S.A., deweloperzy, szacunki DI BRE Banku S.A.; * w tej grupie deweloperów sprzedaż wzrosła o 11,2%*

Efektywność sprzedaży mieszkań deweloperów w okresie Q1 2010 - Q1 2011

Spółka	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Dom Development	28,1%	23,1%	22,1%	24,3%	20,0%
Budimex Nieruchomości	29,6%	62,7%	51,1%	34,6%	33,5%
Robyg	20,0%	27,5%	15,0%	22,2%	46,6%
Polnord	8,9%	7,6%	14,2%	14,9%	19,0%
Gant Development	35,9%	41,0%	28,8%	23,5%	12,1%
Ronson	50,9%	37,0%	15,2%	10,7%	20,9%
Średnia ważona	**23,7%**	**24,7%**	**21,6%**	**21,6%**	**22,7%**

Źródło: DI BRE Banku S.A., deweloperzy, szacunki DI BRE Banku S.A.

Wybrane gotowe mieszkania sprzedają się bardzo wolno...

Gotowe lokale w projektach zaprojektowanych w okresie boomu na rynku wolno znajdują nabywców. Wynika to z czynników związanych z ceną lokali, jak i ich charakterystyką (rozkłady mieszkań). Obecnie standardem jest maksymalizacja liczby pomieszczeń. Wiele projektów apartamentowych powstałych w ubiegłych latach oferuje przykładowo lokale 70 m2 o dwóch pokojach. W efekcie, otrzymujemy mieszkania o atrakcyjnej lokalizacji, ale wysokiej cenie w relacji do użyteczności. Lokale takie wolno znajdują nabywców. Problem jest również z lokalami większymi, w projektach, które aspirują do standardu apartamentów.

… a często „dziura w ziemi" sprzedaje się bardzo szybko

Wybrani deweloperzy notują bardzo wysokie wyniki sprzedaży, w relacji do wielkości oferty i zaawansowania budowy. Przykładem takim jest Robyg. Sądzimy, że strategia polega na oferowaniu lokali w atrakcyjnych cenach, niższych, niż w konkurencyjnych projektach. Pomimo niższej ceny, koszt budowy jest również niższy, gdyż część kosztu finansowania inwestycji w postaci zaliczek zostaje przerzucona na klienta. Lokale w nowych inwestycjach odpowiadają oczekiwaniom klientów (lokale małe, relatywnie tanie) i aktywnie konkurują z ofertą rynku wtórnego.

Rynek premiuje liderów, branża się konsoliduje

Dostrzegamy konsolidację branży deweloperskiej. Sprzedaż i oferta w największych spółkach rośnie. Wielu małych deweloperów nie ma środków na rozpoczęcie nowych projektów. Obecność na GPW to nie tylko pozyskanie kapitału. Deweloperzy zyskują też dużo pod względem PR-owym. Pozwala to im na szybszą sprzedaż mieszkań (rozpoznawalność marki, zaufanie klientów) oraz zapewnia łatwiejszy dostęp do kapitału (obligacje).

Spółki są tanie, a ryzyka mniejsze, niż sądzi rynek

Nie zmieniamy opinii, że większość deweloperów ma szanse wygenerować bardzo dobre wyniki finansowe w 2012 roku. P/E wielu spółek z sektora na rok 2012 wynosi 6-9. Wielu deweloperów notowanych jest po cenie zbliżonej do wartości księgowej bądź poniżej. Podtrzymujemy opinię, że ryzyka dotyczące sektora są mniejsze, niż powszechnie się sądzi. Zmiany w Rodzinie na Swoim prawdopodobnie wejdą w życie dopiero w 2012 roku. Nie widzimy wielkiego ryzyka związanego z wpływem rekomendacji S kwadrat i T. W Q4 2010 udział kredytów walutowych w sprzedaży hipotek wyniosła 23,4% (dane Amron). Większość banków już wcześniej przestrzegała konserwatywnych założeń w ramach badania zdolności kredytowej.

Czy plany deweloperów dot. sprzedaży mieszkań w 2011 roku są realne?

Rynek postrzega plany sprzedaży mieszkań przez deweloperów na rok 2011 jako nierealne lub trudne do wykonania. Uważamy, że postrzeganie to nie jest prawidłowe. Naturalnie, widzimy spółki, które mogą mieć problem z wykonaniem wyznaczonych przez zarząd lub DI BRE celów sprzedażowych (Gant, J.W. Construction, może nawet Dom Development). Z drugiej strony, widzimy spółki, w przypadku których nie powinno być problemu z realizacją celów (Robyg, Ronson, Marvipol, Budimex Nieruchomości). Sądzimy, że z wykonaniem celów sprzedażowych nie powinien mieć też problemu Polnord.

Cele sprzedaży mieszkań na rok 2011

Spółka	Prognoza	Źródło	Q1 2011	Q1 2011 / prognoza	2010	Zmiana
Dom Development	2 086	DI BRE	390	18,7%	1 386	50,5%
Budimex Nieruchomości	1 000	DI BRE	300	30,0%	975	2,6%
Robyg	1 000	Zarząd	292	29,2%	542	84,5%
Polnord	1 325	DI BRE	284	21,4%	766	73,0%
J.W. Construction	1 500	Zarząd	258	17,2%	1 262	18,9%
Gant Development	1 200	Zarząd	144	12,0%	979	22,6%
Ronson	500	Zarząd	132	26,4%	305	63,9%
Marvipol	446	Zarząd	119	26,7%	223	100,0%
Inpro	400	Zarząd	111	27,8%	300	33,3%
Wikana	500	Zarząd	46	9,2%	321	55,8%
Suma	**9 957**		**2 076**	**20,8%**	**7 059**	**41,1%**

Źródło: DI BRE Banku S.A., deweloperzy, szacunki DI BRE Banku S.A.

Ryzyko wzrostu wielkości oferty deweloperów

Realnym ryzykiem jest wzrost podaży mieszkań. Wybrani deweloperzy, którzy prowadzili działalność na mniejszą skalę w ubiegłym roku, planują duże zwiększenie oferty. Są to spółki takie jak: Echo Investment, Robyg, Ronson, Marvipol, LC Corp. Uważamy, że:

- ryzyko to ograniczone jest przez czynniki natury administracyjnej. W 2009 i 2010 roku deweloperzy rozpoczynali inwestycje, w przypadku których mieli dużo czasu na zdobycie pozwolenia na budowę (okres zatrzymania nowych budów w 2008 i 2009 roku). Obecnie pozwolenia na budowę trzeba pozyskiwać na bieżąco. Ryzyko administracyjne objawia się w opóźnieniach w rozpoczynaniu nowych inwestycji przez Gant, czy J.W. Construction.
- w przypadku wzrostu oferty na rynku pierwotnym realne jest przesunięcie części popytu z rynku wtórnego na rynek pierwotny (w Warszawie że rynek wtórny jest o około 50% większy, niż rynek pierwotny)

Ryzyko wzrostu stóp procentowych

Na świecie rosną stopy procentowe, co bezpośrednio związane jest z wzrostem inflacji. Wyższe stopy procentowe oznaczają wyższe raty kredytowe, co z kolei przekłada się na niższą zdolność nabywczą kupujących i mniejszą skłonność do zawierania transakcji. Uważamy, że przy obecnych poziomach stóp procentowych ryzyko to jest ograniczone. Jeszcze nie tak dawno temu, bo w 2008 roku, stopy procentowe były na widocznie wyższym poziomie. Wzrost stóp procentowych mógłby mieć istotny wpływ na ceny i sprzedaż mieszkań, w przypadku, gdyby rozważyć znacznie wyższą inflację i większe podwyżki stóp, np. WIBOR na poziomie 7-8%. Scenariusz ten nie jest rozpatrywany przez makroekonomistów.

Dom Development: ryzyko mniejszej sprzedaży, ale wyniki niezagrożone

Uważamy, że w przypadku Dom Development istnieje pewne ryzyko, że spółka nie zrealizuje prognoz DI BRE, zakładających sprzedaż 2086 lokali. W Q1 2011 spółka wykonała jedynie 18,7% rocznej prognozy. Nie powinno to jednak wpływać na prognozy dotyczące wyników finansowych spółki w 2012 roku, z uwagi na konserwatywne założenia dotyczące przekazań lokali. Poza tym, oczekujemy poprawy wyników sprzedaży w następnych kwartałach. Na wiosnę Dom Development wprowadził do sprzedaży nowy projekt we Wrocławiu, w efekcie, liczba aktywnych inwestycji wzrosła z 8 do 9. Generalnie, nowe projekty Dom Development sprzedają się dobrze (efektywność sprzedaży powyżej 20%). Trochę wolniej sprzedaje się projekt przy ul. Grzybowskiej. Można szacować, że w projekcie sprzedano około 60% lokali (zakończenie inwestycji miało miejsce pod koniec 2009 roku). Powolna sprzedaż mieszkań związana jest z niskim popytem na lokale o wysokim standardzie, dużą skalą inwestycji i relatywnie wysokimi cenami lokali.

Budimex Nieruchomości: realistyczna polityka cenowa i dobre projekty

Uważamy, że dobre wyniki sprzedażowe Budimex Nieruchomości zawdzięcza dobrze przygotowanym nowym inwestycjom (atrakcyjne ceny i rozkłady) oraz realistycznej polityce cenowej. Już w 2010 roku sprzedaż mieszkań w Budimexie istotnie wzrosła, co deweloper w dużej mierze zawdzięczał obniżce cen w inwestycji Apartamenty Murano. Sądzimy, że cel sprzedaży 1000 lokali w 2011 roku jest celem w pełni realnym.

Robyg: 1000 mieszkań w 2011 roku niezagrożone

Robyg zaprezentował bardzo dobre wyniki sprzedaży mieszkań za Q1 2011 (efektywność sprzedaży >40%). Tak wysoka efektywność sprzedaży rodzi ryzyka wyprzedania oferty mieszkań. Robyg jednak na bieżąco wprowadza kolejne etapy bieżących inwestycji do sprzedaży. Od Q2 2011 w sprzedaży znajduje się też nowa inwestycja dewelopera w Gdańsku, Albatross Tower. W efekcie, sądzimy, że Robyg nie będzie miał problemów ze sprzedażą 1000 lokali w 2011 roku.

Polnord: sprzedaż nareszcie odżywa

W Polnordzie sprzedaż mieszkań znacznie poprawiła się w lutym i marcu b.r. Oczekujemy kontynuacji dobrych wyników sprzedaży, na poziomie ponad 100 lokali miesięcznie. W 2010 roku sprzedaż mieszkań w Polnordzie prezentowała się słabo, mimo znacznego wzrostu oferty dewelopera. Związane to było z dużym udziałem w ofercie dużych, gotowych mieszkań, jak i realizacją projektów w miastach, w których klienci nie są skłonni nabywać lokale na wczesnym etapie budowy. Uważamy, że tegoroczna poprawa wyników to efekt pracy nad jednolitą polityką sprzedażową, jak i działania mające na celu dostosowanie lokali do oczekiwań klientów (ceny, jak i rozkłady, Polnord dokonał podziału wybranych dużych lokali w inwestycjach na mniejsze).

J.W. Construcion: sprzedaż wzrośnie wraz z wzrostem oferty

Wyniki sprzedaży J.W. Construction za Q1 2011 są przeciętne. W ofercie dewelopera znajdują się prawie wyłączenie gotowe mieszkania. Uważamy, że polityka cenowa dewelopera jest konserwatywna. Związane jest to z tym, że J.W., jako jeden z niewielu deweloperów na rynku, posiada w ofercie gotowe, małe mieszkania. Oczekujemy wzrostu wyników sprzedaży mieszkań w J.W. wraz z rozpoczęciem nowych inwestycji, w II połowie 2011 roku.

Gant Development: błędy w polityce cenowej?

Wyniki sprzedaży Ganta za Q1 2011 zaskoczyły negatywnie. Spółka notowała również wiele wycofań klientów z zawartych już umów, co spółka tłumaczyła podwyżkami podatku VAT z 7 do 8%. Sądzimy, że Gant mógł starać się przenosić podwyżki VAT na klientów. Inni deweloperzy w ten sposób nie postępowali. Dominowało raczej podejście, w ramach którego deweloper podnosił cenę o wzrost VAT, gdy znajdowało to odzwierciedlenie w warunkach umowy. W przeciwnym przypadku wzrost VAT deweloper brał na siebie. Sądzimy, że w 2011 roku spółka mogła też usztywnić politykę udzielania rabatów. W świetle nieskuteczności tej strategii, oczekujemy poluzowania polityki sprzedażowej. Powinno to wpłynąć na widoczną poprawę wyników sprzedaży w Q2 2011. Kurs dewelopera może na to reagować pozytywnie - wycena spółki bardzo mocno spadła.

Ronson i Marvipol: dobra sprzedaż, atrakcyjne projekty

Dobre wyniki sprzedażowe zaprezentował Ronson i Marvipol. Obie spółki w 2010 roku były w podobnej sytuacji - sprzedaż nie była wysoka, z uwagi na to, że opóźniało się wprowadzenie do oferty nowych lokali. Obecnie lokale w nowych inwestycjach trafiły do oferty, co przełożyło się na wzrost sprzedaży. Atrakcyjność nowych projektów spółek oceniamy pozytywnie. Cele sprzedaży, jakie firmy sobie stawiają na rok 2011 wydają się konserwatywne (Ronson: co najmniej 500 sprzedanych mieszkań, Marvipol: podwojenie sprzedaży r/r).

LC Corp: działalność nabiera tempa

LC Corp jest na tle sektora spółką o średniej kapitalizacji. Obecnie wartość firmy w dużej mierze opiera się o segment komercyjny (Arkady Wrocławskie) oraz o posiadany bank ziemi. W 2011 roku działalność dewelopera nabierze tempa. Deweloper planuje rozpocząć budowę biurowca przy ul. Przyokopowej na ponad 31 tys. m2 pow. najmu. Liczymy także na rozpoczęcie budowy ponad 1000 nowych mieszkań (2 nowe projekty we Wrocławiu, 1 nowy projekt w Gdańsku, poza tym kontynuacje bieżących inwestycji i około 3 nowych projektów, które deweloper mógłby przejąć). Plany dewelopera mogą ograniczać czynniki administracyjne. Pod względem finansowym nie widzimy ryzyk - spółka jest nadpłynna. Wycena prezentuje się atrakcyjnie.

Unibep i Erbud: jak radzą sobie firmy budowlane

Unibep sprzedał już prawie wszystkie mieszkania w inwestycji Santorini. W 2011 roku w ofercie firmy dominuje projekt Point House na Mokotowie. Lokalizacja inwestycji jest dobra, nie liczymy jednak, aby lokale sprzedawały się bardzo szybko (dużo dużych mieszkań w projekcie). Erbud podtrzymuje działalność w Bydgoszczy i Toruniu na dotychczasowym poziomie. Wyniki z działalności powinny jednak ulegać poprawie, gdyż kształtować je będą nowe projekty o znacznie niższym koszcie budowy.

Triton Development i Atlas Estates: trudny rynek apartamentów

Słabo prezentują się wyniki sprzedaży Triton Development i Atlas Estates. Szacujemy, że Triton sprzedał około 60% lokali w inwestycji Triton Park (zakończenie budowy: H2 2010, opóźnienie budowy: 1 rok). Inwestycja Triton Park składa się głównie z lokali o dwóch metrażach: około 50 m2 i około 100 m2. O ile na lokale o powierzchni 50 m2 nie trudno o nabywcę, duże mieszkania sprzedają się wolno. W przypadku Atlas Estates, w 2010 roku sprzedaż netto była ujemna (wycofania klientów ujawniane w momencie oddania lokali). W zakończonym już II etapie inwestycji Capital Arts Apartments poziom przedsprzedaży nie wzrósł w trakcie całego roku. Sądzimy, że może to wynikać z wymagającej polityki cenowej spółki. W 2011 roku firma planuje rozpoczęcie nowych inwestycji mieszkaniowych, na Mokotowie i Żoliborzu (w pobliżu inwestycji Robyga). Pytanie tylko o finansowanie projektów - Atlas Estates charakteryzuje się dużym zadłużeniem.

Instal Kraków: na lokalnym rynku pojawia się konkurencja

Instal Kraków prowadzi obecnie 2 projekty deweloperskie w Krakowie. Mieszkania do tej pory sprzedawały się bardzo dobrze. Obecnie sprzedaż mieszkań w projektach trochę zwolniła, z uwagi na pojawienie się nowej konkurencji w sąsiedztwie. W ramach inwestycji Śliczna 2, która zostanie ukończona w Q4 2011, z 181 lokali sprzedano już 60%. Z ukończonej ostatecznie w Q4 2010 inwestycji Nowy Przewóz 1, pozostało obecnie 49 lokali. W najbliższym czasie spółka może wprowadzić do sprzedaży kolejny etap inwestycji. Prawdopodobne jest również rozpoczęcie całkiem nowego deweloperskiego.

BBI Development: unikalne projekty trudno prognozować

Na razie BBI Development posiada w ofercie jedynie mieszkania w inwestycji Foksal i w projekcie w Szczecinie. Projekt Foksal nie jest porównywalny do innych inwestycji na rynku (standard luksusowy). Inwestycja w Szczecinie sprzedaje się dość dobrze. W najbliższym czasie deweloper może wprowadzić do sprzedaży mieszkania w ramach inwestycji Koneser. Będzie to produkt dość ciekawy na rynku warszawskim, na którym niewiele jest lokali o charakterystykach loft/soft-loft. Popyt na lokale będzie uzależniony od cen lokali oraz od sukcesu dewelopera w kreowaniu wizerunku inwestycji.

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Zybała 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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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: 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: 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.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, 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, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, 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, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.
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.