

15 marca 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

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

Dom Development Trzymaj

DOMD.WA; DOM.PW

(Niezmieniona)

Wyniki lepsze od oczekiwań

Obecna cena 54,0 PLN, Cena docelowa 50,1 PLN

Dom Development opublikował raport roczny za rok 2009. Implikowane wyniki Q4 2009 są lepsze od naszych oczekiwań. Głównym źródłem zaskoczeń jest struktura przekazanych mieszkań o wysokim standardzie i przekazanie lokali użytkowych. Spośród apartamentów przeważały lokale duże, drogie i wysokomarżowe. Wpływ wyższych cen m² i metraży na przychody mógł wynieść nawet kilkanaście mln PLN. W wynikach rozpoznana też została sprzedaż 5 lokali użytkowych w inwestycji Grzybowska, czego nie uwzględnialiśmy w prognozach. Przychody z oddania 5 lokali mogły wynieść nawet kilkanaście mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że Dom Development jest obecnie najdroższym deweloperem na GPW (P/BV 2010 = 1,8!). Uważamy, że spółka jest nadpłynna, tak duża premia za płynność i markę w stosunku do konkurentów jest jednak nie uzasadniona. Dom Development kolejne dwie, średniej wielkości inwestycje, wprowadzi do sprzedaży w okresie wakacyjnym, na kolejne projekty będzie jednak trzeba czekać do jesieni. Faktycznie, Dom Development w wyniku kryzysu uzyska większy udział w rynku, jednak inni deweloperzy notowani na GPW również są w stanie rozpoczynać nowe projekty. Wiele z tych spółek, np. Gant, czy Polnord, notowane jest z głębokim dyskontem do wartości księgowej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną dla Dom Development i pozytywną dla najbliższych konkurentów z segmentu mieszkaniowego. Ze względu na bardziej dokładną możliwość oszacowania dat rozpoczęcia nowych projektów oraz cen sprzedaży lokali, prognozy wyników na rok 2011 i 2012 dla deweloperów mogą podlegać zmianom. W najbliższym czasie planujemy rewizję prognoz dla spółek z branży.

Implikowane wyniki Q4 2009 są lepsze od naszych oczekiwań. Przychody wyniosły 189,6 mln PLN, czyli o około 21,5% więcej niż prognozowaliśmy, zysk brutto na sprzedaży zaś 51,6 mln PLN (prognozowaliśmy: 32 mln PLN, marża: 27,2%, prognozowaliśmy: 20,5%). Odchylenie w liczbie rozpoznanych przekazanych lokali jest niewielkie (przekazano w Q4 2009 382 mieszkania, oczekiwaliśmy 374). Źródła odchylenia wyników od prognoz są dwa - wysokie przychody i marże z oddanych dużych, drogie apartamentów w starych projektach (Patria, Zawiszy, Gdański, Bruna, Olbrachta) i na Grzybowskiej oraz rozpoznanie w wyniku oddania 5 lokali użytkowych na Grzybowskiej. Sądzymy, że wpływ obu zdarzeń - tzn. wyższe przychody i marże z lokali o wysokich standardzie oraz wpływ oddania lokali użytkowych w porównywalnym stopniu wpływają na powstałe odchylenie w przychodach (33,6 mln PLN) i odchylenie w zysku brutto (19,6 mln PLN).

Nie przewidujemy, aby lepsze niż oczekiwane wyniki Q4 2009 były podstawą do znacznej korekty prognoz, mogą ją być natomiast wyniki sprzedaży mieszkań w nowych projektach oraz na Grzybowskiej. Koszty ogólne były bardzo zbliżone do naszych oczekiwań (17,0 mln PLN, oczekiwaliśmy 16,75 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 16,8 mln PLN, z czego 11,6 mln PLN to zmiana salda odpisów na zapasy. W Q4 2009 Dom Development przeprowadził odpis aktualizujący wartość Kamienicy Raczyńskiego (budynek + grunt). Ostatecznie EBIT wyniósł 17,8 mln PLN i był o 24,6% wyższy niż oczekiwaliśmy. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 3,1 mln PLN, efektywna stopa podatkowa 21,7%, zysk netto zaś 11,5 mln PLN (prognozowaliśmy: 9,7 mln PLN, +18,4%).

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	189,6	156,1	21,5%	161,0	17,8%	112,7	68,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	51,6	32,0	61,2%	-	-	48,2	7,0%
Marża %	27,2%	20,5%	-	-	-	42,8%	-
EBIT	17,8	14,3	24,6%	16,8	5,7%	19,4	-8,6%
Marża %	9,4%	9,1%	-	10,4%	-	17,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	14,7	11,9	22,6%	-	-	19,5	-24,9%
Marża %	7,7%	7,7%	-	-	-	17,3%	-
Zysk netto	11,5	9,7	18,4%	11,4	0,5%	14,2	-19,0%
Marża %	6,0%	6,2%	-	7,1%	-	12,6%	-

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



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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

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
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

„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.

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, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

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, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

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.