

Research

Poland | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

DOM DEVELOPMENT

To był (bardzo) krótki „kryzys”

Od rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych sentyment do notowanych deweloperów mieszkaniowych uległ znaczącemu pogorszeniu, a w oczy całej branży zaczęło spoglądać widmo kryzysu. Ostatecznie jednak pesymistyczne scenariusze nie zmaterializowały się, a najwięksi gracze wykorzystali chwilowe zawahanie rynku do skonsolidowania swojej pozycji i zwiększenia udziałów rynkowych. Z naszego punktu widzenia Dom Development wyróżnia się nawet na tle relatywnie mocnego sektora – szacowane przez nas udziały rynkowe Grupy (na rynkach TOP 6) w ciągu ostatnich 12 miesięcy wzrosły z 7% do 10-11%, a sfinalizowanie pod koniec ubiegłego roku transakcji w segmencie PRS stanowi dla nas potwierdzenie jakości Spółki oraz elastycznej oferty, dobrze dopasowanej do bieżących oczekiwań kupujących.

Jesteśmy zdania, że 2H'23 może przynieść gwałtowne odbudowanie popytu na rynku pierwotnym, czego DOM będzie naturalnym beneficjentem. Przyjęty we wtorek przez Rząd program „Pierwsze mieszkanie” naszym zdaniem nie poprawi w zauważalny sposób dostępności mieszkań, natomiast może przelożyć się na większą aktywność kupujących i w rezultacie na przyspieszenie wzrostu cen na rynku pierwotnym. Dokładając do tego wysokie, stabilne zainteresowanie projektami Dom Development ze strony klientów gotówkowych, spodziewamy się, że Spółka poprawi w tym roku wolumen sprzedaży o 5-10%, a dodatkowym wsparciem dla wyników mogą być kolejne transakcje w segmencie PRS.

Pomimo wzrostu kursu o ponad 25% od początku roku, naszym zdaniem, potencjał wzrostu jeszcze się w pełni nie wyczerpał - rewidujemy in plus naszą prognozę zysku netto na lata '23-'25P odpowiednio o 12/25/23% oraz podnosimy cenę docelową do 145 PLN, jednocześnie wydając rekomendację KUPUJ.

Lutowa sprzedaż zapowiedzią odbudowy popytu w 2H'23? Pomimo utrzymującej się na rekordowo niskich poziomach sprzedaży nowych kredytów hipotecznych (-65% r./r. w styczniu'23 wg danych BIK), sprzedaż na rynku pierwotnym znacząco przyspieszyła w ostatnich tygodniach – wg danych Otodom deweloperzy działający na 7 największych rynkach sprzedali w lutym 4,6tys. mieszkań, o 48% więcej niż w styczniu i o 38% więcej niż w lutym ub.r. Jesteśmy zdania, że część klientów, po miesiącach antycypowania spadku cen mieszkań, zrewidowała swoje oczekiwania i spodziewając się wzrostu cen w 2H'23 przyspieszyła swoje decyzje zakupowe. Dodatkowo, poluzowanie kryteriów KNF dotyczących udzielania kredytów na okresowo stałą stopę powinno wpłynąć na odbudowanie akcji kredytowej w kolejnych miesiącach.

Komfort wyniku w kolejnych latach. Na koniec grudnia Spółka posiadała backlog 4555 mieszkań do rozpoznania w wyniku, z czego ponad 20% stanowiły lokale gotowe, a budowa kolejnych 2649 mieszkań powinna zakończyć się w '23. W związku z tym zakładamy, że tegoroczny wolumen wydań może wynieść 3807 lokali (+4% r./r.), natomiast w kolejnych latach, z uwagi na odbudowę wolumenu sprzedaży w nadchodzących kwartałach, spodziewamy się stabilnych przekazań na poziomie 3,5-3,7tys. lokali. Dodatkowym wsparciem dla wyników Grupy powinno być wewnętrzne GW i związana z tym elastyczność przenoszenia niższych cen materiałów i surowców na marże – zakładamy 29,2% (-0,9p.p. r./r.) MBnS w segmencie mieszkaniowym w '23. Zwracamy uwagę, że DOM rozpoznawna w 2 najbliższych latach 200mln PLN przychodów z tytułu świadczenia usług budowlanych związanych ze sprzedanym w ubiegłym roku projektem w segmencie PRS.

FCF i Dywidenda. Oczekujemy, że wyższa sprzedaż i mniejsze zakupy gruntów niż przed rokiem (obecny bank ziemi daje Spółce komfort sprzedaży na najbliższe 5 lat) znajdą swoje odzwierciedlenie w wyższym FCF – spodziewamy się 7 -17% FCF yield w kolejnych 3 latach. Uważamy również, że po rekomendacji wypłaty rekordowej dywidendy w '23 (DPS 11PLN, DY 9,3%), Zarząd, mając na uwadze mocne przepływy operacyjne, zdecyduje się na utrzymanie DPS na tym samym poziomie również w '24.

Wycena. Naszą wycenę Dom Development opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 6,5% i premię rynkową 5,5%. W okresie rezydualnym zakładamy 3600 przekazania rocznie oraz MBnS na poziomie 27,0%. Naszą założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 145 PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskich i zagranicznych deweloperów mieszkaniowych, zwraca wartość 97 PLN. Jesteśmy natomiast zdania, że z uwagi na wysoki DPR (70-100%) oraz generalną jakość Spółki, premia na P/BV, z którą DOM wyceniany jest do sektora, jest jak najbardziej uzasadniona.

| mIn PLN | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 1 815 | 1 897 | 2 419 | 2 587 | 2 444 | 2 576 |
| EBITDA | 401 | 428 | 518 | 453 | 394 | 437 |
| EBIT | 386 | 413 | 502 | 436 | 376 | 419 |
| Zysk netto | 302 | 327 | 410 | 347 | 302 | 333 |
| EPS (PLN) | 12,0 | 12,9 | 16,1 | 13,6 | 11,8 | 13,0 |
| P/E (x) | 10,2 | 9,4 | 7,5 | 8,9 | 10,2 | 9,3 |
| EV/EBITDA (x) | 7,3 | 6,8 | 6,1 | 6,5 | 7,4 | 6,6 |
| P/BV (x) | 2,7 | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,0 |
| DY (%) | 7,8% | 8,2% | 8,7% | 9,2% | 9,2% | 8,8% |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

(Popzednia: Trzymaj, 95 PLN)

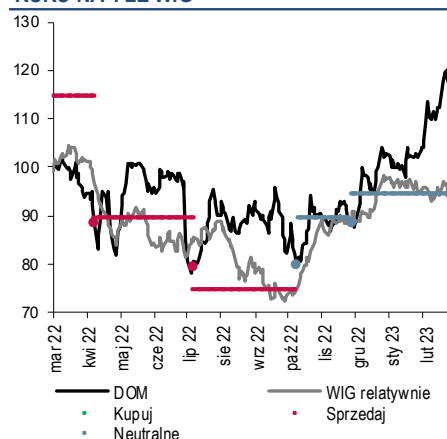
Cena docelowa: 145 PLN

Potencjał wzrostu: +20%

DANE SPÓŁKI

| | |
|-------------------------|-------------------|
| Ticker | DOM |
| Sektor | Deweloperzy |
| Kurs (PLN) | 120,40 |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 77,5 / 120 |
| Liczba akcji (mIn szt.) | 25,6 |
| Kapitalizacja (mIn PLN) | 3 082 |
| Free-float | 31% |
| Śr. obroty 3M (mIn PLN) | 1,1 |
| Zmiana kursu | 1M 3M 1Y |
| | 11,3% 30,0% 16,4% |

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

| | Data | Wycena |
|----------|------------|--------|
| Trzymaj | 12.12.2022 | 95 |
| Trzymaj | 24.10.2022 | 90 |
| Sprzedaj | 21.07.2022 | 75 |
| Sprzedaj | 22.04.2022 | 90 |
| Sprzedaj | 07.12.2021 | 115 |
| Trzymaj | 21.10.2021 | 150 |
| Kupuj | 20.07.2021 | 165 |

AKCJONARIAT

| | Udział % |
|--------------------------|----------|
| Groupe Belleforet SA r.l | 55,3% |
| OFE Drugi Allianz | 6,8% |
| Jarosław Szanajca | 5,7% |
| Grzegorz Kielpsz | 5,0% |

WAŻNE DATY

| | |
|-----------------|------------|
| Raport za 1Q'23 | 18.05.2023 |
| Raport za 2Q'23 | 29.08.2023 |
| Raport za 3Q'23 | 16.11.2023 |

ANALITYK

David Sharma

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



**NAGRODY
PSIK**
2022



EQUITY RESEARCH TEAM

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Konsument, Finanse

Maciej Marciniowski, Deputy Head of Research

Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszczyński

TMT

Łukasz Rudnik

Przemysł, Wydobycie

David Sharma

Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki

Junior Analyst

Piotr Chodyra

Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Dom Development SA

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumentcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.

Dokument nie uwzględni indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
 - potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
 - wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych w Dokumentcie, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
- Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 17 marca 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 17 marca 2023 r. godz.: 8:00.