

## JHM Development

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 2.50

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 7.3m w 2015P oraz PLN 9.2m w 2016P
- Wycena P/BV na poziomie 0.42x w 2015P.
- Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 2.50

22 maja 2015

## Wyniki 1Q15 potwierdzają potencjał rozwoju

W 1Q15 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 17.3m (+2% r/r) oraz zysk netto w wysokości PLN 2.1m (+63% r/r). Przy wyższej od oczekiwanej rentowności segmentu mieszkaniowego oraz niższych kosztach finansowych netto nieznacznie podwyższamy prognozę zysku netto w 2015P o +3% (2014-17P CAGR zysku netto na poziomie 21%). Zwracamy uwagę na wprowadzanie do oferty kolejnych projektów mieszkaniowych (w kwietniu uruchomiona została sprzedaż projektów w Katowicach oraz Koninie na 340 mieszkań), co pozwoli naszym zdaniem na wzrost przedsprzedaży z 218 mieszkań w 2014r. do 278 w 2015P oraz 285 w 2016P. Dodatkowo spółka posiada już prawomocne pozwolenie na rozbudowę Centrum Handlowego Marywilska 44, którego zakończenie zaplanowane jest na 1H16. Podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową dla JHM Development na poziomie PLN 2.50/akcję.

**Wyniki w 1Q15.** W 1Q15 spółka wygenerowała przychody na poziomie PLN 17.3m (+2% r/r). Ze względu na korzystną strukturę przekazywanych mieszkań marża brutto segmentu mieszkaniowego wyniosła 20% (w porównaniu do 15% w 1Q14). Przy niższych r/r kosztach finansowych netto, zysk netto w 1Q15 wyniósł PLN 2.1m (+63% r/r). Jednocześnie zwracamy uwagę na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości PLN 7.9m (vs. PLN 5.7m w 1Q14) oraz dalsze obniżenie zadłużenia netto o 11% k/k do PLN 45.5m.

**Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 7.3m oraz PLN 9.2m w 2015-16P.** W latach 2014-17P prognozujemy CAGR przychodów na poziomie 10% (efekt wzrostu liczby przekazywanych mieszkań oraz poszerzenia portfela nieruchomości komercyjnych) oraz oczekujemy poprawy rentowności brutto ze sprzedaży obu segmentów. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 7.3m w 2015P, PLN 9.2m w 2016P. oraz PLN 11.9m w 2017P.

**Dług netto/kapitały własne na poziomie 0.15x na koniec 1Q15.** Na koniec 1Q15 spółka posiadała dług netto PLN 45.5m (wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.15x vs. 0.44x na koniec 1Q14). Zwracamy uwagę na najwyższy poziom wskaźnika EBITDA/odsetki zapłacone w sektorze deweloperskim na poziomie 5.5x. W związku z planowaną rozbudową CH Marywilska 44 oraz rozpoczynaniem realizacji nowych projektów mieszkaniowych oczekujemy długu netto na poziomie PLN 49.8m oraz PLN 73.7m na koniec 2015-16 (wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości odpowiednio 0.16x oraz 0.24x).

**Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 2.50.** Podtrzymujemy cenę docelową dla JHM Development na poziomie PLN 2.50/akcję. Spółka obecnie jest wyceniana na mnożniku 2015P P/BV na poziomie 0.42x. Zgodnie z zapowiedziami zarządu spółki zakładamy wypłatę dywidendy równą 30% zysku z 2015r. (DPS PLN 0.03, stopa dywidendy 1.7%).

## JHM Development: Prognozy i wskaźniki

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż (PLNm)	74.3	62.8	88.0	85.9	92.3	115.6
EBITDA (PLNm)	16.7	13.0	13.4	12.5	15.6	19.1
EBIT (PLNm)	16.3	12.7	13.1	12.3	15.2	18.8
Zysk netto (PLNm)	9.0	6.1	6.8	7.3	9.2	11.9
P/BV (x)	0.76	0.73	0.43	0.42	0.41	0.40
P/E (x)	14.3	21.0	18.8	17.4	13.9	10.7
Dług netto/kapitały własne (x)	0.51	0.48	0.17	0.16	0.24	0.17

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

## Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	2.50
Cena bieżąca (PLN)	1.85
Min (52T)	1.75
Max (52T)	2.60
Liczba akcji (mln)	69.2
Kapitalizacja (PLNm)	128.0
Dług netto (3Q14, PLNm)	45.5
EV (3Q14, PLNm)	173.5

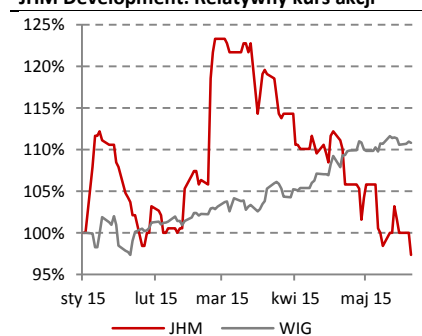
## Akcjonariat

Mirbud S.A.	86.28%
Jerzy Mirgos	5.65%
Pozostali	8.07%

## Opis spółki

JHM Development jest deweloperem działającym zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie najmu. Na koniec 2014r oferta mieszkaniowa spółki obejmowała blisko 460 lokali. Z kolei wartość księgową nieruchomości inwestycyjnych kształtowała się na poziomie PLN 168m na koniec 1Q15.

## JHM Development: Relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy DI Investors

Marek Szymański

Analityk Akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@investors.pl

**JHM Development**

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Przychody</b>	<b>74.3</b>	<b>62.8</b>	<b>88.0</b>	<b>85.9</b>	<b>92.3</b>	<b>115.6</b>
Segment mieszkaniowy	36.7	21.3	44.8	42.0	43.9	67.0
Segment najmu	32.4	35.6	35.1	36.1	41.0	41.6
Pozostałe	5.1	6.0	8.2	7.8	7.4	7.0
Koszty sprzedaży	54.8	43.6	65.8	64.3	67.3	86.0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>19.4</b>	<b>19.3</b>	<b>22.2</b>	<b>21.6</b>	<b>25.0</b>	<b>29.6</b>
Segment mieszkaniowy	7.5	2.7	7.1	6.4	7.4	11.8
Segment najmu	11.5	14.3	12.7	14.1	16.5	16.8
Pozostałe	0.4	2.3	2.5	1.2	1.1	1.1
SG&A	8.7	8.6	9.1	9.2	9.6	10.7
Pozostałe przychody operacyjne netto	5.5	2.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>16.7</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>12.5</b>	<b>15.6</b>	<b>19.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>16.3</b>	<b>12.7</b>	<b>13.1</b>	<b>12.3</b>	<b>15.2</b>	<b>18.8</b>
Koszty finansowe netto	4.9	4.7	4.2	3.2	3.9	4.0
Zysk przed opodatkowaniem	<b>11.4</b>	<b>8.0</b>	<b>8.9</b>	<b>9.1</b>	<b>11.4</b>	<b>14.7</b>
Podatek dochodowy	2.2	1.6	2.1	1.7	2.2	2.8
Udziały mniejszości	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>9.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>	<b>9.2</b>	<b>11.9</b>
<b>Dynamiki wzrostu</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Wzrost przychodów (%)	5%	-15%	40%	-2%	7%	25%
Wzrost EBIT (%)	48%	-22%	3%	-6%	24%	23%
Wzrost zysku netto (%)	81%	-32%	12%	8%	25%	30%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>173.4</b>	<b>178.6</b>	<b>188.1</b>	<b>196.2</b>	<b>215.0</b>	<b>215.1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	15.5	1.9	15.9	8.9	8.9	8.9
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5
Nieruchomości inwestycyjne	149.6	167.2	160.7	174.3	193.1	193.1
Inne aktywa trwałe	8.3	9.5	11.5	11.5	11.5	11.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>219.4</b>	<b>216.3</b>	<b>184.6</b>	<b>194.6</b>	<b>215.3</b>	<b>206.3</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	6.6	4.2	3.9	2.4	5.8	7.0
Należności	5.3	4.7	15.2	14.8	15.9	19.9
Zapasy	206.7	206.8	164.8	176.7	192.9	178.6
Inne aktywa obrotowe	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Aktywa razem</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>390.8</b>	<b>430.3</b>	<b>421.3</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>168.5</b>	<b>174.6</b>	<b>297.3</b>	<b>304.7</b>	<b>311.7</b>	<b>320.8</b>
Mniejszości	4.4	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>151.7</b>	<b>136.8</b>	<b>34.3</b>	<b>31.4</b>	<b>58.8</b>	<b>39.5</b>
Dług długoterminowy	53.2	44.2	33.5	30.7	58.0	38.8
Inne zobowiązania długoterminowe	98.5	92.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>65.1</b>	<b>68.5</b>	<b>36.5</b>	<b>37.1</b>	<b>38.3</b>	<b>38.8</b>
Dług krótkoterminowy	38.7	43.8	21.5	21.5	21.5	21.5
Zobowiązania handlowe	8.5	6.7	4.7	4.6	4.8	6.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	17.9	18.1	10.3	11.0	12.0	11.1
Przychody przyszłych okresów	1.3	7.2	1.1	14.1	18.1	18.7
Rezerwy na zobowiązania	1.8	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>390.8</b>	<b>430.3</b>	<b>421.3</b>
<b>NAV</b>	<b>286.6</b>	<b>292.2</b>	<b>290.3</b>	<b>311.6</b>	<b>322.7</b>	<b>328.9</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-3.6</b>	<b>17.6</b>	<b>16.4</b>	<b>9.7</b>	<b>-2.6</b>	<b>23.6</b>
Zysk netto	9.0	6.4	6.8	7.3	9.2	11.9
Amortyzacja	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-10.9	2.5	11.9	1.3	-13.1	12.2
zmiana stanu zapasów	-3.2	0.0	35.7	-11.9	-16.2	14.3
zmiana stanu należności	-4.8	-0.2	-12.8	0.4	-1.1	-4.0
zmiana stanu zobowiązań	-2.9	2.7	-11.0	12.9	4.2	2.0
Inne zmiany niepieniężne	-2.1	8.4	-2.6	0.7	1.0	-0.9
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-29.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-8.4</b>	<b>-19.1</b>	<b>-0.3</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-29.7	-8.7	-19.9	-6.9	-19.1	-0.3
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	7.2	19.3	-1.5	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>37.0</b>	<b>-18.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>-2.9</b>	<b>25.2</b>	<b>-22.0</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	111.2	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	41.9	-14.1	-126.7	-2.9	27.4	-19.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.2	-2.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	2.9	6.6	4.2	3.9	2.4	5.8
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	3.7	-2.4	-0.3	-1.6	3.4	1.2
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>2.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.0</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Dług brutto	91.8	87.9	55.0	52.2	79.5	60.3
Dług netto	85.2	83.7	51.1	49.8	73.7	53.2
Dług netto/EBITDA (x)	5.1	6.4	3.8	4.0	4.7	2.8
Dług netto/aktywa (x)	0.22	0.21	0.14	0.13	0.17	0.13
Dług netto/kapitały własne (x)	0.51	0.48	0.17	0.16	0.24	0.17
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	2.7	2.5	3.0	3.7	3.8	4.5

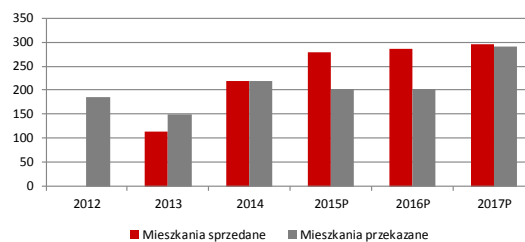
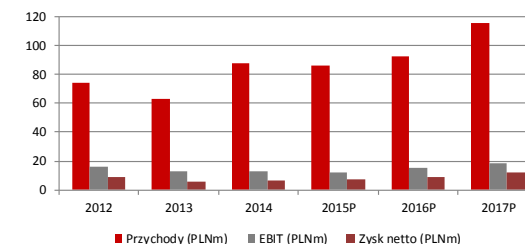
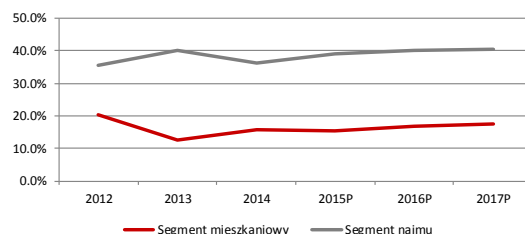
*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
P/E (x)	14.3	21.0	18.8	17.4	13.9	10.7
EV/EBITDA (x)	12.8	16.3	13.4	14.2	13.0	9.5
P/BV (x)	0.76	0.73	0.43	0.42	0.41	0.40
P/NAV (x)	0.45	0.44	0.44	0.41	0.40	0.39
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	2.2%

Dane spółki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Liczba akcji (m)	125.0	125.0	69.2	69.2	69.2	69.2
EPS (PLN)	0.13	0.09	0.10	0.11	0.13	0.17
BVPS (PLN)	2.44	2.52	4.30	4.40	4.50	4.64
NAV/akcję (PLN)	4.14	4.22	4.19	4.50	4.66	4.75
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04

Dane spółki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Cena akcji (PLN)						1.85
Min (52W, PLN)						1.75
Max (52W, PLN)						2.60
Kapitalizacja (PLNm)						128.0

Główne założenia	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Mieszkania sprzedane	-	114	218	278	285	295
Mieszkania przekazane	186	150	219	202	202	290
Marża brutto ze sprzedaży	26.1%	30.7%	25.3%	25.1%	27.1%	25.6%
Segment mieszkaniowy	20.4%	12.4%	15.8%	15.2%	16.9%	17.6%
Segment najmu	35.6%	40.2%	36.2%	38.9%	40.2%	40.3%

**Przed sprzedaż oraz sprzedaż notarialna**

**Wyniki spółki (PLNm)**

**Rentowność brutto ze sprzedaży (%)**


Analiza DuPont	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Marża zysku netto	12.1%	9.7%	7.7%	8.5%	10.0%	10.3%
Wskaźnik rotacji majątku	0.19	0.16	0.24	0.22	0.21	0.27
Dźwignia finansowa	2.33	2.26	1.25	1.28	1.38	1.31
<b>ROE</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.7%</b>

## Podsumowanie inwestycyjne

- **Potencjał segmentu mieszkaniowego.** Na koniec 2014r. spółka posiadała 459 mieszkania w ofercie, wszystkie zlokalizowane w zakończonych projektach. W 2015r. spółka planuje wprowadzenie do oferty 5 nowych projektów na blisko 700 mieszkań (z czego 205 mieszkań w Katowicach oraz 144 mieszkania w Koninie zostały wprowadzone do oferty w kwietniu 2015r.). Przy bogatym banku ziemi pozwalającym na realizację ponad 1,500 mieszkań, zarząd spółki zapowiada również plan zakupu gruntów w Warszawie na około 800-900 lokali. Prognozujemy sprzedaż mieszkań na poziomie 278, 285, 295 w latach 2015-17 (zmiana prognoz o +2%, 0%, +4%) oraz przekazanie odpowiednio 202, 202, 290 mieszkań (zmiana o -5%, +1%, +5%).
- **Planowana rozbudowa Centrum Handlowego Marywilska 44.** W maju 2015r. spółka pozyskała prawomocne pozwolenie na rozbudowę Centrum Handlowego Marywilska 44, dzięki czemu powierzchnia handlowa projektu wzrosła o 12,000 mkw. Zarząd spółki zakłada otwarcie projektu w pierwszej połowie 2016r. Szacujemy, że nakłady inwestycyjne na rozbudowę projektu wyniosą PLN 28.2m w latach 2015-16P, przy czym PLN 25m zostanie sfinansowane kredytem bankowym. Prognozujemy wzrost przychodów projektu Marywilska z PLN 33.6m w 2014r. do PLN 38.2m w 2016P.
- **Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 7.3m oraz PLN 9.2m w 2015-16P.** W nadchodzących latach prognozujemy CAGR przychodów w latach 2014-17P na poziomie 10%, na co wpływ będzie mieć wzrost liczby przekazywanych mieszkań, jak również poszerzanie portfela nieruchomości komercyjnych. Jednocześnie oczekujemy poprawy rentowności brutto ze sprzedaży w przypadku obu segmentów działalności spółki. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 7.3m w 2015P, PLN 9.2m w 2016P oraz PLN 11.9m w 2017P (CAGR zysku netto w wysokości 21% w latach 2014-17P).
- **Dług netto/kapitały własne na poziomie 0.15x na koniec 1Q15.** Na koniec 1Q15 zadłużenie netto spółki kształtowało się na poziomie PLN 45.5m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.15x (w porównaniu do 0.44x na koniec 1Q14 nie uwzględniając pożyczek od głównego akcjonariusza). Jednocześnie zwracamy uwagę na najwyższy w sektorze deweloperskim wskaźnik EBITDA/odsetki zapłacone na poziomie 5.5x oraz wskaźnik CFO/odsetki zapłacone w wysokości 7.5x. W związku z planowaną rozbudową CH Marywilska 44, jak również rozpoczęciem realizacji nowych projektów mieszkaniowych oczekujemy długu netto na poziomie PLN 49.8m na koniec 2015P oraz PLN 73.7m na koniec 2016P (wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości odpowiednio 0.16x oraz 0.24x).
- **Wycena P/BV na poziomie 0.42x w 2015P.** Wyceniamy spółkę JHM Development w oparciu o metodę SOTP (PLN 2.40/akcję), metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.47/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 2.63/akcję). Pozostawiamy cenę docelową dla JHM Development na poziomie PLN 2.50/akcję. Jednocześnie zgodnie z zapowiedziami zarządu spółki oczekujemy wypłaty 30% zysku z 2015r., co implikuje DPS na poziomie PLN 0.03 (DY w wysokości 1.7%). Spółka obecnie jest wyceniana na mnożniku P/BV na poziomie 0.42x w 2015P.

## Wycena

Wyceniamy JHM Development używając 6-cio letniego modelu DCF, wyceny SOTP oraz metody porównawczej. Szacując metodą DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.47/akcję, wycenę SOTP na PLN 2.40/akcję, natomiast z metody porównawczej otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 2.63/akcję. Średnia z zastosowanych metod implikuje wycenę JHM Development na poziomie PLN 2.50/akcję.

**Tabela 1. JHM Development: Podsumowanie wyceny**

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	33%	2.47
Metoda SOTP	33%	2.40
Metoda porównawcza	33%	2.63
<b>Cena docelowa</b>		<b>2.50</b>
Cena rynkowa		1.85
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>35%</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

## Wycena SOTP

Wyceniamy JHM metodą SOTP. Szacujemy wartość nieruchomości inwestycyjnych w oparciu o ich wartość księgową skorygowaną dyskontem ze względu na atrakcyjność oraz zbywalność inwestycji. W oparciu o poniższe założenia, wyceniamy JHM Development metodą SOTP na PLN 2.40/akcję.

**Tabela 2. JHM Development: Wycena SOTP (PLNm)**

	Pow. najmu w 2015P	Śr. czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji	Szacowana BV w 2015P	Dyskonto do BV	Wycena DII
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>				<b>8.9</b>		<b>8.9</b>
<b>Nieruchomości inwestycyjne</b>				<b>174.3</b>		<b>118.4</b>
Marywilska 44	53,936	15.4	10.0%	124.9	25%	93.7
JHM 2: Centrum Handlowe Rumia	3,000	7.0	10.0%	8.1	50%	4.1
JHM 2: Biedronka, Bielsko-Biała	1,500	10.0	10.0%	7.3	50%	3.6
JHM 1: Pawilon handlowy Nomi w Starachowicach	4,500	9.0	10.0%	19.6	50%	9.8
Apartamentowiec "Foka" na Helu*	1,748	b.d.	b.d.	14.4	50%	7.2
<b>Zapasy</b>				<b>176.7</b>	50%	<b>88.4</b>
Dług netto				49.8		49.8
SOTP (PLNm)	165.8					
Liczba akcji (m)	69.2					
<b>SOTP/akcję (PLN)</b>	<b>2.40</b>					
Bieżąca cena akcji (PLN)	1.85					
Potencjał wzrostu (%)	30%					

Źródło: DI Investors

\*Szacowana wartość księgową Apartamentowca "Foka" obliczona na podstawie ceny sprzedaży na poziomie PLN 8k/mkw.

**DCF**
**Tabela 3. JHM Development: Wyliczenia średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)**

Stopa wolna od ryzyka	3.2%
Beta zalewarowana	1.38x
Premia za ryzyko	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9.4%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.2%
Marża na zadłużeniu	3.5%
Kosztu długu	6.7%
Stopa opodatkowania	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.4%</b>
% D	15.6%
% E	84.4%
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*
**Tabela 4. JHM Development: Wycena DCF**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	85.9	92.3	115.6	116.5	119.8	144.1
Zysk brutto ze sprzedaży	21.6	25.0	29.6	29.6	29.5	33.8
Znorm. EBITDA	12.5	15.6	19.1	18.9	18.4	21.6
Znorm. EBIT	12.3	15.2	18.8	18.5	18.1	21.3
Podatek od EBIT	-2.3	-2.9	-3.6	-3.5	-3.4	-4.0
NOPAT	9.9	12.3	15.2	15.0	14.7	17.2
Amortyzacja	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Zmiany w kapitale obrotowym WC	1.3	-13.1	12.2	10.9	9.5	2.4
Wydatki inwestycyjne	-6.9	-19.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>4.6</b>	<b>-19.6</b>	<b>27.4</b>	<b>25.9</b>	<b>24.2</b>	<b>19.6</b>
Czynnik dyskontowy	92%	84%	78%	71%	66%	60%
Wartość bieżąca FCF	4.2	-16.5	21.3	18.5	15.9	11.8
Wartość bieżąca FCF 2014-2020	55					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.5%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	147					
Wartość przedsiębiorstwa	202					
Kapitały mniejszości	0					
Dług netto	51					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>151</b>					
Bieżąca cena akcji	1.9					
Potencjał wzrostu	34%					
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>2.47</b>					

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*
**Analiza wrażliwości**
**Tabela 5. JHM Development: Analiza wrażliwości wyceny DCF**

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
Stopa wolna od ryzyka	1.7%	3.11	3.15	3.20	3.24	3.29	3.34	3.39
	2.2%	2.84	2.88	2.91	2.95	2.99	3.04	3.08
	2.7%	2.60	2.63	2.66	2.70	2.73	2.77	2.81
	3.2%	2.39	2.42	2.44	<b>2.47</b>	2.50	2.54	2.57
	3.7%	2.20	2.22	2.25	2.27	2.30	2.33	2.35
	4.2%	2.03	2.05	2.07	2.09	2.12	2.14	2.17
	4.7%	1.87	1.89	1.91	1.93	1.95	1.97	2.00
			Niezaawarowana beta					
		0.90x	1.00x	1.10x	1.20x	1.30x	1.40x	1.50x
Premia za ryzyko	3.0%	4.13	3.87	3.64	3.43	3.23	3.06	2.89
	3.5%	3.75	3.50	3.27	3.06	2.87	2.70	2.54
	4.0%	3.43	3.17	2.95	2.74	2.56	2.39	2.24
	4.5%	3.14	2.89	2.67	<b>2.47</b>	2.29	2.13	1.98
	5.0%	2.89	2.65	2.43	2.24	2.07	1.91	1.77
	5.5%	2.67	2.43	2.22	2.03	1.86	1.71	1.57
	6.0%	2.47	2.24	2.03	1.85	1.69	1.54	1.41

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

## Wycena porównawcza

JHM Development wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E i P/BV na lata 2015-17P oraz modelem regresji ROE-P/BV. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 1.45/akcję, zaś wycena P/BV implikuje PLN 3.55/akcję. Jednocześnie nasz model ROE-P/BV na lata 2015-17P implikuje następujące równania:

$$2015P \text{ P/BV} = 9.2332 * 2015P \text{ ROE} + 0.3232$$

$$2016P \text{ P/BV} = 8.2068 * 2016P \text{ ROE} + 0.2095$$

$$2017P \text{ P/BV} = 7.8378 * 2017P \text{ ROE} + 0.1939$$

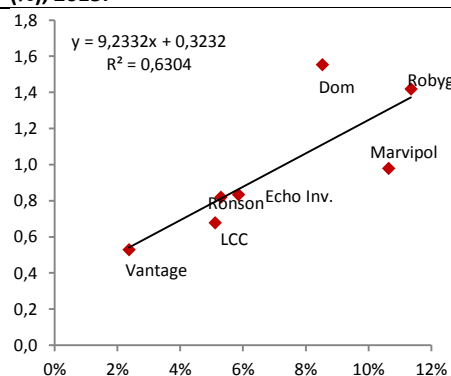
W oparciu o powyższe wyceniamy JHM Development metodą regresji ROE-P/BV na PLN 2.23/akcję. W oparciu o średnią trzech powyższych mnożników wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na poziomie PLN 2.63/akcję.

**Tabela 6. JHM Development: Wycena porównawcza (PLNm)**

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Echo Investment	6.80	2,806	13.0	12.3	9.1	0.83	0.78	0.70	6%	7.0%	10%
Dom Development	55.0	1,362	18.2	17.0	15.8	1.55	1.54	1.53	9%	9%	10%
LC Corp	2.03	909	13.2	9.6	9.4	0.68	0.63	0.59	5%	7%	6%
Robyg	2.46	647	12.5	9.1	9.5	1.42	1.33	1.30	11%	15%	14%
Ronson Europe	1.41	384	15.7	11.3	14.1	0.82	0.77	0.75	5%	7.1%	6%
Marvipol	7.72	321	9.2	7.9	7.1	0.98	0.87	0.78	11%	11%	11%
Vantage Development	2.80	175	22	10	10	0.53	0.50	0.48	2%	5%	5%
Mediana			13.2	9.8	9.5	0.83	0.78	0.75	6%	7%	10%
JHM Development	1.85	128.0	17.4	13.9	10.7	0.42	0.41	0.40	2.4%	3.0%	3.7%
Premia/Dyskonto			32%	42%	13%	-50%	-47%	-47%	-59%	-59%	-62%
Implikowana wycena			1.40	1.31	1.63	3.7	3.5	3.5	2.40	2.03	2.25
<b>Średnia</b>				1.45			3.55			2.23	
Implikowana cena akcji	2.41										
<b>Cena docelowa 12m</b>	<b>2.63</b>										

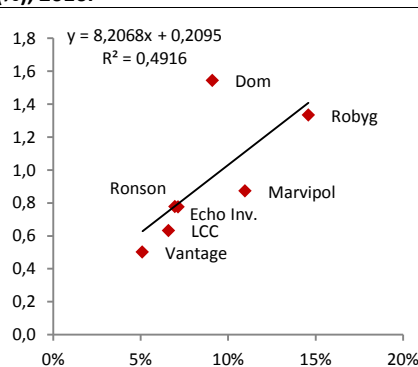
Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

**Wykres 1. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2015P**



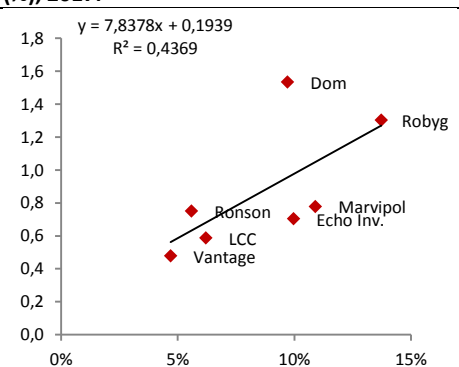
Źródło: Bloomberg, DI Investors

**Wykres 2. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2016P**



Źródło: Bloomberg, DI Investors

**Wykres 3. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2017P**



Źródło: Bloomberg, DI Investors

## Omówienie wyników za 1Q15

W 1Q15 JHM Development wygenerował przychody na poziomie PLN 17.3m (+2% r/r). W okresie tym spółka przekazała 37 lokali, z czego znaczącą część stanowiły mieszkania w projekcie Osiedle Diamentowa w Koninie (realizacja projektu została zakończona w 2Q14). Przy średniej wartości przekazanego mieszkania w wysokości PLN 188tyś. (-8% r/r) przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 6.9m (+3% r/r). Jednocześnie ze względu na korzystną strukturę przekazywanych mieszkań, marża brutto ze sprzedaży wyniosła 20% (w porównaniu do 15% w 1Q14). Z kolei segment najmu wygenerował przychody na poziomie PLN 8.8m (porównywalnie do 1Q14), natomiast marża brutto ze sprzedaży ukształtowała się na poziomie 38% (+1pp r/r).

W 1Q15 koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 15% r/r, zaś pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły PLN 0.2m (związane przede wszystkim z kosztami utrzymania lokali). Na poziomie zysku operacyjnego spółka zaraportowała PLN 3.0m (+7% r/r).

Ze względu na obniżenie poziomu zadłużenia brutto z PLN 176.5m na koniec 1Q14 (uwzględniając pożyczki od Mirbud S.A.) do PLN 51.6m na koniec 1Q15, spółka obniżyła koszty finansowe netto do PLN 0.3m w 1Q15 (-68% r/r).

Na poziomie zysku netto, spółka wygenerowała PLN 2.1m (+63% r/r).

Jednocześnie zwracamy uwagę na wzrost wartości nieruchomości inwestycyjnych w 1Q15, który związany był z oddaniem do użytku lokalu usługowego w Rumi o wartości PLN 1.2m oraz zakończeniem rozbudowy obiektu przy Marywilskiej 44.

**Tabela 7. JHM Development: Wyniki za 1Q15**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	r/r, %
Przekazania mieszkań	33	75	57	54	37	12%
Przychody	17.0	25.9	22.9	22.2	17.3	2%
Segment mieszkaniowy	6.7	14.8	11.8	11.5	6.9	3%
Segment najmu	8.7	8.8	9.4	8.1	8.8	1%
Koszty sprzedanych produktów	12.2	19.6	17.2	16.9	12.1	-1%
Zysk ze sprzedaży	4.7	6.4	5.7	5.4	5.2	9%
Segment mieszkaniowy	1.0	2.3	1.9	1.8	1.4	35%
Segment najmu	3.2	3.4	3.6	2.5	3.3	4%
SG&A	1.8	2.5	2.3	2.6	2.1	15%
<b>EBITDA</b>	<b>2.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>7%</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2.8</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>7%</b>
Koszty finansowe netto	1.1	1.1	0.9	1.2	0.3	-68%
Zysk brutto	1.7	3.1	2.1	2.0	2.6	53%
Podatek dochodowy	0.3	0.6	0.7	0.4	0.5	50%
Mniejszości	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	-100%
<b>Zysk netto</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>63%</b>
<i>Marża brutto</i>	28%	25%	25%	24%	30%	-
<i>Segment mieszkaniowy</i>	15%	16%	16%	15%	20%	-
<i>Segment najmu</i>	37%	39%	38%	31%	38%	-
<i>Marża operacyjna</i>	16%	16%	13%	14%	17%	-
<i>Marża netto</i>	8%	9%	6%	8%	12%	-

Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Prognozy finansowe

**Tabela 8. JHM Development: Zmiana prognoz (PLNm)**

	2015P			2016P			2017P		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana %	Obecne	Poprzednie	Zmiana %	Obecne	Poprzednie	Zmiana %
Przychody	85.9	86.8	-1%	92.3	94.4	-2%	115.6	114.3	1%
EBITDA	12.5	12.4	1%	15.6	15.2	2%	19.1	19.1	0%
EBIT	12.3	12.1	2%	15.2	14.9	2%	18.8	18.7	0%
<b>Zysk netto</b>	<b>7.3</b>	<b>7.1</b>	<b>3%</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>	<b>0%</b>	<b>11.9</b>	<b>12.0</b>	<b>0%</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

**Tabela 9. JHM Development: Prognoza wyników (PLNm)**

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Przychody</b>	<b>74.3</b>	<b>62.8</b>	<b>88.0</b>	<b>85.9</b>	<b>92.3</b>	<b>115.6</b>
Segment mieszkaniowy	36.7	21.3	44.8	42.0	43.9	67.0
Segment najmu	32.4	35.6	35.1	36.1	41.0	41.6
Pozostałe	5.1	6.0	8.2	7.8	7.4	7.0
Koszty sprzedaży	54.8	43.6	65.8	64.3	67.3	86.0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>19.4</b>	<b>19.3</b>	<b>22.2</b>	<b>21.6</b>	<b>25.0</b>	<b>29.6</b>
Segment mieszkaniowy	7.5	2.7	7.1	6.4	7.4	11.8
Segment najmu	11.5	14.3	12.7	14.1	16.5	16.8
Pozostałe	0.4	2.3	2.5	1.2	1.1	1.1
SG&A	8.7	8.6	9.1	9.2	9.6	10.7
Pozostałe przychody operacyjne netto	5.5	2.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>16.7</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>12.5</b>	<b>15.6</b>	<b>19.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>16.3</b>	<b>12.7</b>	<b>13.1</b>	<b>12.3</b>	<b>15.2</b>	<b>18.8</b>
Koszty finansowe netto	4.9	4.7	4.2	3.2	3.9	4.0
Zysk przed opodatkowaniem	<b>11.4</b>	<b>8.0</b>	<b>8.9</b>	<b>9.1</b>	<b>11.4</b>	<b>14.7</b>
Podatek dochodowy	2.2	1.6	2.1	1.7	2.2	2.8
Udziały mniejszości	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>9.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>	<b>9.2</b>	<b>11.9</b>
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	26.1%	30.7%	25.3%	25.1%	27.1%	25.6%
<i>Segment mieszkaniowy</i>	20.4%	12.4%	15.8%	15.2%	16.9%	17.6%
<i>Segment najmu</i>	35.6%	40.2%	36.2%	38.9%	40.2%	40.3%

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

Prognozujemy, że w 2015r. JHM Development wygeneruje przychody na poziomie PLN 85.9m (poprzednia prognoza w wysokości PLN 86.8m). W 2015r. spółka planuje wprowadzenie do oferty pięciu nowych projektów o łącznej liczbie 340 mieszkań (w tym projekty w Katowicach oraz Koninie, których sprzedaż została rozpoczęta w kwietniu b.r.). W rezultacie podtrzymujemy oczekiwanie wzrostu przedsprzedaży do 278 mieszkań w 2015r. oraz 285 w 2016r. (odpowiednio +28% r/r oraz +3% r/r). Jednocześnie prognozujemy przekazania w wysokości 202 mieszkań w 2015P, co pozwoli spółce na wygenerowanie przychodów z segmentu mieszkaniowego odpowiednio na poziomie PLN 42.0m (podwyższenie prognozy o 2%). Z kolei w 2016r. oraz 2017r. spółka rozpocznie przekazania mieszkań wprowadzanych do oferty w obecnym roku. W rezultacie prognozujemy sprzedaż notarialną na poziomie 202 oraz 290 mieszkań oraz przychody odpowiednio na PLN 43.9m oraz PLN 67.0m (zmiana prognoz o -2% oraz 4%) w latach 2016-17P.

W segmencie najmu zwracamy uwagę na potencjał do wzrostu przychodów ze względu na zakończenie rozbudowy Marywilskiej 44 o 2,000mkw. w lutym 2015r. oraz planowaną dalszą rozbudowę o 12,000mkw (otwarcie planowane na 1H16). Spółka posiada już prawomocne pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska, jednak budowa zostanie rozpoczęta dopiero w momencie podpisania umów z najemcami na minimum 50% powierzchni. W naszych prognozach oczekujemy wzrostu przychodów z najmu z PLN 35.1m w 2014r. do PLN 36.1m, PLN 41.0m oraz PLN 41.6m odpowiednio w latach 2015-17P (zmiana prognoz o -6%, -5% oraz -5%).

W kolejnych latach oczekujemy poprawy rentowności brutto ze sprzedaży zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie najmu. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 7.3m w 2015P, PLN 9.2m w 2016P oraz PLN 11.9m w 2017P.



## Analiza kredytowa

### Struktura bilansu

Na koniec 2014r. suma bilansowa JHM Development wynosiła PLN 372.7m. Aktywa trwałe odpowiadały za połowę aktywów spółki (PLN 188m). Wśród aktywów trwałych największym składnikiem są nieruchomości inwestycyjne o wartości PLN 160.7m. W skład nieruchomości inwestycyjnych wchodzi: Centrum Handlowe Marywilska 44, Centrum Handlowe w Rumi, pawilon handlowy w Bielsku-Białej (wynajem powierzchni dla Biedronki) oraz w Starachowicach (wynajem pawilonu handlowego dla Nomi). Z kolei po stronie aktywów obrotowych (o łącznej wartości PLN 184.6m), największą wartość stanowiły zapasy PLN 164.8m, należności z tytułu dostaw i usług PLN 15.2m oraz środki pieniężne PLN 3.9m.

Zadłużenie brutto na koniec 4Q14 kształtowało się w wysokości PLN 55.0m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.17x oraz dług netto/aktywa na 0.14x. Przychody przyszłych okresów związane z podpisanymi umowami przedwstępnymi na zakup mieszkania wynosiły PLN 1.1m.

Tabela 10. JHM Development: Bilans (PLNm)

	2012	2013	2014	1Q15	2015P	2016P	2017P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>173.4</b>	<b>178.6</b>	<b>188.1</b>	<b>189.0</b>	<b>196.2</b>	<b>215.0</b>	<b>215.1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	15.5	1.9	15.9	8.9	8.9	8.9	8.9
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
Nieruchomości inwestycyjne	149.6	167.2	160.7	168.1	174.3	193.1	193.1
Inne aktywa trwałe	8.3	9.5	11.5	10.6	11.5	11.5	11.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>219.4</b>	<b>216.3</b>	<b>184.6</b>	<b>183.3</b>	<b>194.6</b>	<b>215.3</b>	<b>206.3</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	6.6	4.2	3.9	6.1	2.4	5.8	7.0
Należności	5.3	4.7	15.2	15.8	14.8	15.9	19.9
Zapasy	206.7	206.8	164.8	158.9	176.7	192.9	178.6
Inne aktywa obrotowe	0.7	0.6	0.7	2.5	0.7	0.7	0.7
<b>Aktywa razem</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>372.4</b>	<b>390.8</b>	<b>430.3</b>	<b>421.3</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>168.5</b>	<b>174.6</b>	<b>297.3</b>	<b>299.3</b>	<b>304.7</b>	<b>311.7</b>	<b>320.8</b>
Mniejszości	4.4	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>151.7</b>	<b>136.8</b>	<b>34.3</b>	<b>32.6</b>	<b>31.4</b>	<b>58.8</b>	<b>39.5</b>
Dług długoterminowy	53.2	44.2	33.5	32.0	30.7	58.0	38.8
Inne zobowiązania długoterminowe	98.5	92.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>65.1</b>	<b>68.5</b>	<b>36.5</b>	<b>33.1</b>	<b>37.1</b>	<b>38.3</b>	<b>38.8</b>
Dług krótkoterminowy	38.7	43.8	21.5	19.6	21.5	21.5	21.5
Zobowiązania handlowe	8.5	6.7	4.7	1.7	4.6	4.8	6.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	17.9	18.1	10.3	11.8	11.0	12.0	11.1
<b>Przychody przyszłych okresów</b>	<b>1.3</b>	<b>7.2</b>	<b>1.1</b>	<b>3.7</b>	<b>14.1</b>	<b>18.1</b>	<b>18.7</b>
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>372.4</b>	<b>390.8</b>	<b>430.3</b>	<b>421.3</b>
Dług brutto	91.8	87.9	55.0	51.6	52.2	79.5	60.3
Dług netto	85.2	83.7	51.1	45.5	49.8	73.7	53.2

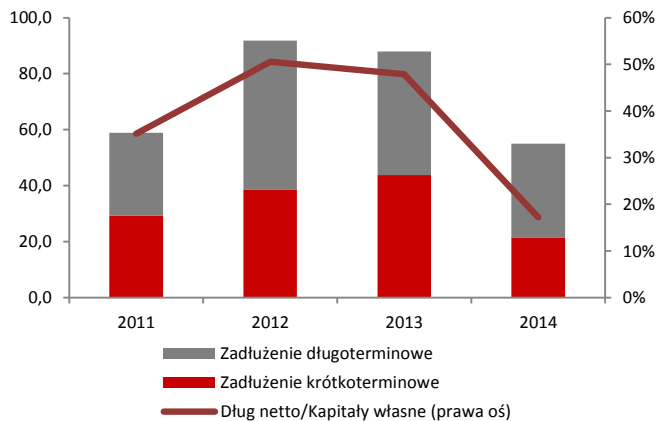
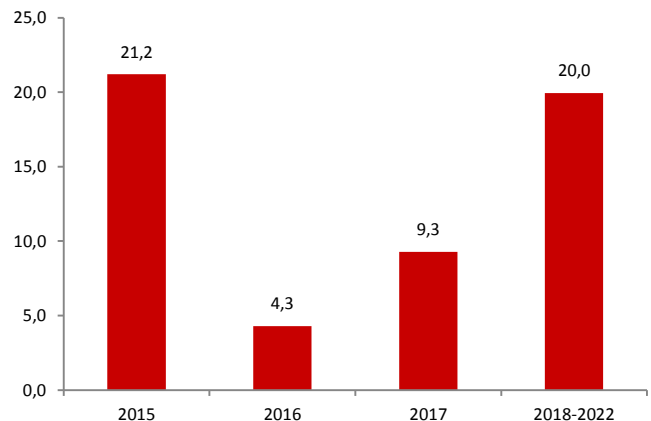
Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

### Struktura zadłużenia

Na koniec 2014r. spółka posiadała zadłużenie brutto w wysokości PLN 55m, które obejmowało jedynie kredyty bankowe. Na koniec 2014r. niecałe 40% zadłużenia spółki stanowiło zadłużenie krótkoterminowe o wartości PLN 21.5m.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że na koniec 2013r. spółka posiadała zobowiązania długoterminowe wobec jednostek powiązanych, które obejmowały pożyczki od Mirbud S.A. w wysokości PLN 90.9m. We wrześniu 2014r. JHM Development wyemitował 221m akcji serii C i D, po cenie emisyjnej PLN 0.51/akcję (cena sprzed scalenia w stosunku 5:1). Całość emisji 208.5m akcji serii C została objęta przez Mirbud, (w tym PLN 90m obejmowało zamianę długu JHM Development wobec Mirbudu na kapitał), natomiast 12.5m akcji serii D zostało objęte przez pana Jerzego Mirgosa.

Na koniec 2014r. PLN 14.8m zadłużenia stanowią kredyty związane z projektem Marywilska 44, PLN 12.3m z projektem w Starachowicach, PLN 9.1m z projektami komercyjnymi w Rumi oraz Bielsko-Białej, podczas gdy pozostałe PLN 18.5m długu brutto związane było z realizowanymi projektami mieszkaniowymi.

**Wykres 4. JHM Development Struktura zadłużenia w latach 2011-2014\* (PLNm)**

**Wykres 5. JHM Development: Harmonogram spłaty obecnego zadłużenia (stan na koniec 1Q15, PLNm)**


Źródło: Dane spółki, DI Investors, \*dane nie uwzględniają pożyczki od Mirbudu

### Wskaźniki zadłużenia

Wartość wskaźnika dług netto/kapitały własne na koniec 1Q15 wynosiła 15.2% (przy medianie dla spółek deweloperskich na poziomie 41.3%, drugi najniższy poziom wskaźnika po Dom Development), z kolei wskaźnik dług netto/aktywa wynosił 12.2% (wobec mediany 23.7%). Jednocześnie zwracamy uwagę na poprawę wskaźnika dług netto/EBITDA do 3.4x na koniec 1Q15, podczas gdy na koniec 2013r. oraz 2014r. wynosił on odpowiednio 6.4x oraz 3.8x. Jednocześnie wskutek obniżenia poziomu zadłużenia, jak również dzięki poprawie generowanej EBITDY, spółka obecnie posiada najwyższy poziom wskaźnika EBITDA/odsetki zapłacone na 5.5x (mediana w wysokości 1.1x) oraz CFO/odsetki zapłacone na 7.5x (mediana na 1.9x). Wskaźnik płynności szybkiej poprawił się i na koniec 1Q15 wyniósł 0.74x wobec 0.54x na koniec 2014r. Mediana dla spółek deweloperskich również wynosi 0.7x.

**Tabela 11. Deweloperzy mieszkaniowi: Wskaźniki zadłużeniowe (stan na koniec 1Q15)**

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Akt. Obrótowe/ Zob. bieżące	Akt. Obrótowe - Zapasy/ Zob. bieżące	Gotówka/ Dług krótkoterm.	Dług netto/ EBITDA	EBITDA/ Odsetki zapłacone	CFO/ Odsetki zapłacone
BBI Development	57.9%	32.7%	3.2	0.7	0.2	18.5	0.5	-1.8
Dom Development	13.3%	6.4%	2.9	0.5	2.2	2.0	2.6	2.6
Echo Investment	91.5%	43.3%	2.1	1.0	0.9	12.5	1.3	-0.3
GTC	163.0%	54.3%	1.1	1.0	0.9	21.4	0.9	1.9
<b>JHM Development</b>	<b>15.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>5.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>3.4</b>	<b>5.5</b>	<b>7.5</b>
JW Construction	31.6%	13.4%	1.0	1.0	1.0	22.9	0.2	3.0
LC Corp	52.0%	24.7%	3.1	1.0	2.1	7.5	2.6	2.4
Marvipol	34.7%	11.7%	2.2	0.6	3.6	1.6	3.1	10.4
Polnord	38.9%	23.7%	2.6	0.7	0.7	14.0	1.1	-0.4
Rank Progress	151.2%	54.9%	1.4	0.7	0.1	125.9	0.2	-0.7
Robyg	32.2%	12.1%	2.9	1.2	12.9	2.5	2.7	2.3
Ronson	41.3%	21.6%	6.9	0.7	2.9	-8.0	-1.8	-4.5
Vantage Development	51.2%	29.6%	3.4	1.0	2.1	66.9	0.3	-7.3
Mediana	41.3%	23.7%	2.9	0.7	1.0	12.5	1.1	1.9

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

### Prognozy

W najbliższych kwartałach spółka będzie sprzedawać przede wszystkim projekty mieszkaniowe w ramach inwestycji, których realizację już zakończono. Według danych na

koniec 1Q15 wartość mieszkań zakończonych nieuwzględniająca gruntów dotyczących tych nieruchomości wynosiła PLN 68.1m. Z kolei w kolejnych latach wpływ na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej będą mieć noworozpoczynane inwestycje mieszkaniowe. W efekcie prognozujemy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w latach 2015-17P odpowiednio na poziomie PLN 9.7m, PLN -2.6m oraz PLN 23.6m.

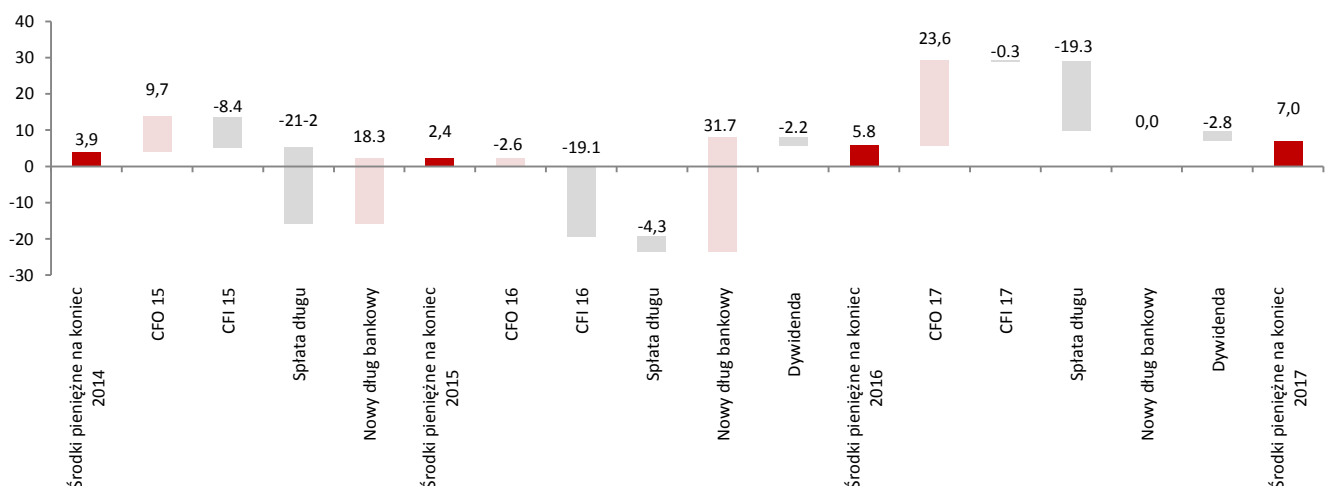
Wpływ na pozycję środków pieniężnych w kolejnych latach będą mieć również planowane inwestycje w segmencie najmu. Oczekujemy, że w drugiej połowie 2015r. spółka rozpocznie realizację rozbudowy Marywilskiej 44 o 12,000mkw powierzchni handlowej, która zostanie zakończona w 2Q16. Szacujemy nakłady inwestycyjne związane z tą rozbudową na poziomie ok. PLN 28.2m (PLN 9.4m w 2015P oraz PLN 18.8m w 2016P). Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy kredyt bankowy o wartości PLN 25m w 2015r. (związany z rozbudową Marywilskiej 44) oraz PLN 10m w 2015r. i PLN 15m w 2016r. (finansowanie na realizację projektów mieszkaniowych). Prognozujemy utrzymanie płynności spółki w okresie prognozy. Wskaźnik płynności szybkiej na naszych prognozach wynosi 0.67x na lata 2015-2017P.

W oparciu o powyższe założenia prognozujemy stan środków pieniężnych na koniec 2015-17P odpowiednio na PLN 2.4m, PLN 5.8m oraz PLN 7.0m (wskaźnik dług netto/kapitały własne odpowiednio w wysokości 0.16x, 0.24x oraz 0.17x).

**Tabela 12. JHM Development: Przepływy pieniężne (PLNm)**

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-3.6</b>	<b>17.6</b>	<b>16.4</b>	<b>9.7</b>	<b>-2.6</b>	<b>23.6</b>
Zysk netto	9.0	6.4	6.8	7.3	9.2	11.9
Amortyzacja	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-10.9	2.5	11.9	1.3	-13.1	12.2
zmiana stanu zapasów	-3.2	0.0	35.7	-11.9	-16.2	14.3
zmiana stanu należności	-4.8	-0.2	-12.8	0.4	-1.1	-4.0
zmiana stanu zobowiązań	-2.9	2.7	-11.0	12.9	4.2	2.0
Inne zmiany niepieniężne	-2.1	8.4	-2.6	0.7	1.0	-0.9
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-29.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-8.4</b>	<b>-19.1</b>	<b>-0.3</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-29.7	-8.7	-19.9	-6.9	-19.1	-0.3
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	7.2	19.3	-1.5	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>37.0</b>	<b>-18.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>-2.9</b>	<b>25.2</b>	<b>-22.0</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	111.2	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	41.9	-14.1	-126.7	-2.9	27.4	-19.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.2	-2.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	2.9	6.6	4.2	3.9	2.4	5.8
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	3.7	-2.4	-0.3	-1.6	3.4	1.2
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>2.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.0</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

**Wykres 6.. JHM Development: Prognoza przepływów pieniężnych w latach 2015-17 (PLNm)**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Załącznik: Portfele nieruchomości

**Tabela 13. JHM Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Termin realizacji	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
<b>Inwestycje zakończone</b>													
BELCHATÓW ul. Hubala	125	6,550	2012 - 2013	20	15	0	20	15	0	3.5	2.6	0.0	19%
BRZEZINY ul. Głowackiego (etapy I-III)	128	6,933	2012 - 2013	20	18	0	20	18	0	3.1	2.8	0.0	17%
HEL ul. Steyera	106	3,496	2012 - 2013	10	10	8	9	10	8	2.6	2.6	2.1	6%
KONIN ul. Beryłowa I (osiedle Diamentowe)	144	7,384	2012 - 2014	60	5	0	60	5	0	11.3	0.8	0.0	13%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka Etap I	73	10,503	2012 - 2013	15	15	10	15	15	10	5.7	5.7	3.8	16%
RAWA MAZOWIECKA ul. Kazimierza Wielkiego	34	1,858	2012 - 2013	8	0	0	8	0	0	1.4	0.0	0.0	13%
RAWA MAZOWIECKA ul. Solidarności	32	1,790	2012 - 2013	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	17%
RUMIA ul. Dębogórska	244	12,987	2012 - 2013	24	19	0	24	19	0	4.5	3.5	0.0	10%
RUMIA ul. Jagiełły/Bony	3	486	2012 - 2013	2	0	0	2	0	0	1.1	0.0	0.0	18%
SKIERNIEWICE ul. Rawska	172	9,034	2012 - 2013	20	25	15	20	25	15	3.5	4.4	2.7	21%
SKIERNIEWICE ul. Trzcirska	159	8,552	2012 - 2013	8	7	0	8	7	0	1.4	1.3	0.0	21%
ŻYRARDÓW ul. Hulki Łaskowskiego	83	4,409	2012 - 2013	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	24%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap I	88	4,316	2012 - 2014	16	25	17	16	25	17	3.7	4.9	3.3	20%
<b>Inwestycje planowane</b>													
KATOWICE ul. Pułaskiego Etap I	205	11,148	2015 - 2016	30	30	50	0	42	57	0.0	11.0	14.9	18%
RUMIA ul. Dębogórska Etap II	237	11,804	2015 - 2017	20	35	35	0	0	54	0.0	0.0	11.5	17%
KONIN ul. Etap II (osiedle Diamentowe)	144	7,383	2015 - 2016	10	25	45	0	21	47	0.0	4.2	9.3	17%
BRZEZINY ul. Głowackiego Etap IV	56	2,838	2015 - 2017	10	15	15	0	0	24	0.0	0.0	4.3	16%
ŁOWICZ ul. Medyczna Etap I	54	2,810	2015 - 2017	5	10	15	0	0	18	0.0	0.0	3.2	15%
ŁÓDŹ ul. Jugosławińska Etap I	15	2,360	2016 - 2017	0	4	3	0	0	4	0.0	0.0	2.2	19%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap II	41	1,888	2016 - 2017	0	15	15	0	0	15	0.0	0.0	3.2	20%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka Etap II	9	1,732	2016 - 2017	0	2	2	0	0	4	0.0	0.0	2.5	26%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap III	76	3,851	2016 - 2017	0	10	25	0	0	18	0.0	0.0	4.0	18%
<b>Razem</b>				<b>278</b>	<b>285</b>	<b>255</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>290</b>	<b>42.0</b>	<b>43.9</b>	<b>67.0</b>	

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*
**Tabela 14. JHM Development – portfel nieruchomości komercyjnych**

Projekt	Miasto	Powierzchnia najmu (mkw.)	Średni czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena DII na koniec 2015r (PLNm)
Marywilska 44	Warszawa	39,936	17.0	10.00%	108.1
Marywilska 44	Warszawa	2,000	16.0	10.00%	7.4
Marywilska 44	Warszawa	12,000	10.0	10.00%	28.2
Centrum Handlowe	Rumia	3,000	7.0	10.00%	8.1
Biedronka	Bielsko-Biała	1,500	10.0	10.00%	7.3
Nomi	Starachowice	4,500	9.0	10.00%	19.6
Apartamentowiec "Foka"	Hel	1,748	b.d.	b.d.	14.4

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors, \*Szacowana wartość księgowa Apartamentowca "Foka" obliczona na podstawie ceny sprzedaży na poziomie PLN 8k/mkw.*

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.**

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED JEGO OPUBLIKOWANIEM. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiza informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości inwestycji potencjalnie straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKIE ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors zawarł z Emitentem umowę w zakresie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej – czynności maklerskiej oferowania instrumentów finansowych. DI Investors otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie stałe. DI Investors nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia publikacji niniejszego raportu będzie wykonywał na rzecz Emitenta czynność maklerską oferowania instrumentów finansowych na postawie jego zlecenia. Ponadto, DI Investors jest stroną umowy o świadczenie usług z zakresu Equity Research Partner, na podstawie której sporządził raporty analityczne oraz otrzymał wynagrodzenie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors był stroną umowy z zakresu bankowości inwestycyjnej zawartej z jednym z głównych akcjonariuszy Emitenta, na podstawie której zawarta została transakcja instrumentami finansowymi Emitenta, DI Investors otrzymał od niego wynagrodzenie z tego tytułu. DI Investors nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy będzie świadczył na rzecz podmiotu opisanego w poprzednim zdaniu usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/emitentów.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOŚÓB POŚREDNII ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE WE WSKAZANYM POWYŻEJ ZAKRESIE.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 2 rekomendacje Kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 10 rekomendacji (raportów analitycznych), które nie wskazywały ceny docelowej ani kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 68% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy, DI Investors w dniu 12 lutego 2015 roku wydał inicjacyjny raport analityczny dotyczący instrumentów finansowych wyemitowanych przez spółkę JHM Development, niezawierający kierunku inwestycyjnego, gdzie cena docelowa była równa 2,50PLN, a cena bieżąca wyniosła 1,89PLN.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do Klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoco subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uważa można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję  
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków  
EPS - zysk na akcję  
P/BV - cena/wartość księgową  
BV - wartość księgową  
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja  
EBIT - zysk operacyjny  
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu  
FCF - wolne przepływy pieniężne  
ROE - zwrot na kapitale własnym  
WACC - średni ważony koszt kapitału  
CAGR - średnioroczny wzrost  
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych  
COE - koszt kapitału własnego  
L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

**KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE**