

13 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

P/BV 10	1,50
P/BV 11	1,27
WIG Deweloperzy	2 984

Rynek deweloperski mieszkań

Sektor nadal ma potencjał

Uważamy, że akcje wybranych deweloperów mieszkaniowych nadal mają potencjał wzrostowy, a inwestowanie w przedstawicieli branży charakteryzuje się znacznie niższym ryzykiem niż w przypadku branży budowlanej. Zmiany, jakie miały miejsce na rynku w wyniku kryzysu finansowego, są pozytywne dla silnych deweloperów. Konkurencja na rynku spada, a marże na nowych projektach o charakterze popularnym ... wzrosły (spadek kosztów budowy znacznie większy niż spadek cen mieszkań). W najbliższych miesiącach oczekujemy stabilnego środowiska inwestycyjnego - ceny mieszkań pozostaną względnie niezmiennie. Na rynku pierwotnym, wraz ze wzrostem liczby oferowanych popularnych mieszkań, ceny ofertowe mogą spadać, ceny transakcyjne pozostaną jednak bez zmian. W prognozach konserwatywnie zakładamy wzrost kosztów budowy w II połowie roku w stosunku do cen z Q4 2009 / Q1 2010 o 7% (rozpoczęcie nowych budów, wzrost popytu na usługi i materiały budowlane). Najbardziej atrakcyjną grupą spółek są naszym zdaniem średni i mniejsi deweloperzy, notowani z dyskontem do wartości księgowej, z zabezpieczonymi środkami na nowe inwestycje. Mniej atrakcyjne są większe spółki, o dobrej płynności i dobrej ocenie zarządu (Dom Development). Dom Development jest naszym zdaniem zbyt drogi na każdym poziomie wyceny, a premia za płynność, zarząd i historię wyników finansowych zbyt wysoka. Naszym faworytem jest Polnord, zważywszy na atrakcyjną wycenę i duży potencjał do pozytywnych zaskoczeń (budowa CH na Wilanowie, możliwa sprzedaż gruntów pod drogi, możliwy skokowy wzrost wyników sprzedaży mieszkań). Pomimo bardzo atrakcyjnych wskaźników, ze względu na duży bieżący dług wycena DCF nie generuje potencjału w przypadku J.W. Construction. Stosunkowo sceptycznie odbieramy też plany dywersyfikacji działalności o segment budownictwa drogowego.

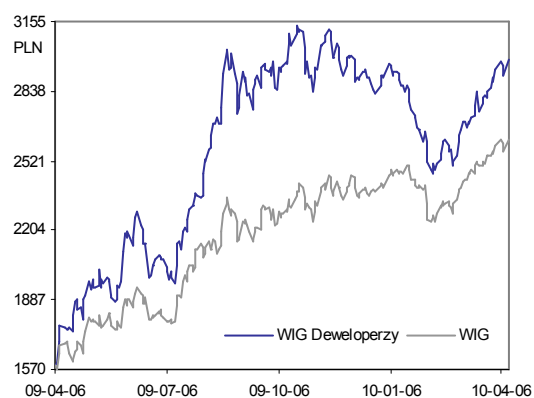
	9MTP	Rekomendacja
Dom Development	51,6	Trzymaj
J.W. Construction	15,1	Trzymaj
Polnord	52,6	Kupuj

	9MTP	Potencjał zmiany*
Dom Development	51,6	-7,3%
J.W. Construction	15,1	-3,5%
Polnord	52,6	34,1%

* ceny z zamknięcia 12.04.2010

Strategia dotycząca sektora

Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Uważamy, że sektor jest bezpieczniejszy niż branża budowlana i posiada większy potencjał wzrostowy niż najwięksi deweloperzy komercyjni. W porównaniu do sytuacji z roku 2008 kryzys pozytywnie wpłynął na sytuację największych deweloperów, eliminując z rynku nadmierną konkurencję po stronie podażowej. Wiele spółek nadal notowane jest z dyskontem do wartości księgowej, co naszym zdaniem nie znajduje uzasadnienia. Zalecamy zwiększanie zaangażowania w walory deweloperów o niskiej wycenie. Neutralnie postrzegamy spółki wycenione z istotną premią do BV, uważamy, że premia ta jest na tle branży zbyt duża.

Kurs akcji WIG Deweloperzy na tle WIG**Ocena płynnościowa deweloperów notowanych na GPW**

Nie obawiamy się o płynność większości deweloperów notowanych na GPW. Dom Development jest nadpłynny i będzie zwiększać skalę działalności. J.W. ma wystarczającą płynność do utrzymania skali funkcjonowania. Polnord zabezpieczył środki pozwalające na kreację wartości spółki, w oparciu o posiadane grunty. Zabezpieczone środki na nowe inwestycje ma też większość pozostałych deweloperów (GTC, Echo, LC Corp, Gant, Ronson, Triton, Plaza Center,...). Jediną spółką, co do której przetrwania można mieć wątpliwości jest Orco.

Nadal perspektywy rynku zależą od banków

Perspektywy rynku mieszkaniowego nadal pozostają zależne od polityki banków. Banki z jednej strony planują wzrost wartości udzielanych kredytów hipotecznych, z drugiej strony wzrosty te mogą być mniejsze, ze względu na wprowadzoną Rekomendację T. Z punktu widzenia podaży, banki zaczęły powracać do rozmów z deweloperami o kredytowaniu nowych projektów. Uważamy, że w najbliższej perspektywie możliwy jest powrót banków do kredytowania sektora. Spowodować to może wzrost podaży małych, popularnych mieszkań, być może już w II połowie 2010 roku. Mimo to, sporo firm pozostanie z rynku wykluczona. Banki nie będą kredytowały zakupu gruntów, co może wpłynąć na ich dalszą precenę.

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Spółka	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Dom Development	16,4	11,1	12,8	7,9
J.W. Construction	8,3	7,4	10,0	6,9
Polnord	12,5	9,0	14,5	8,4

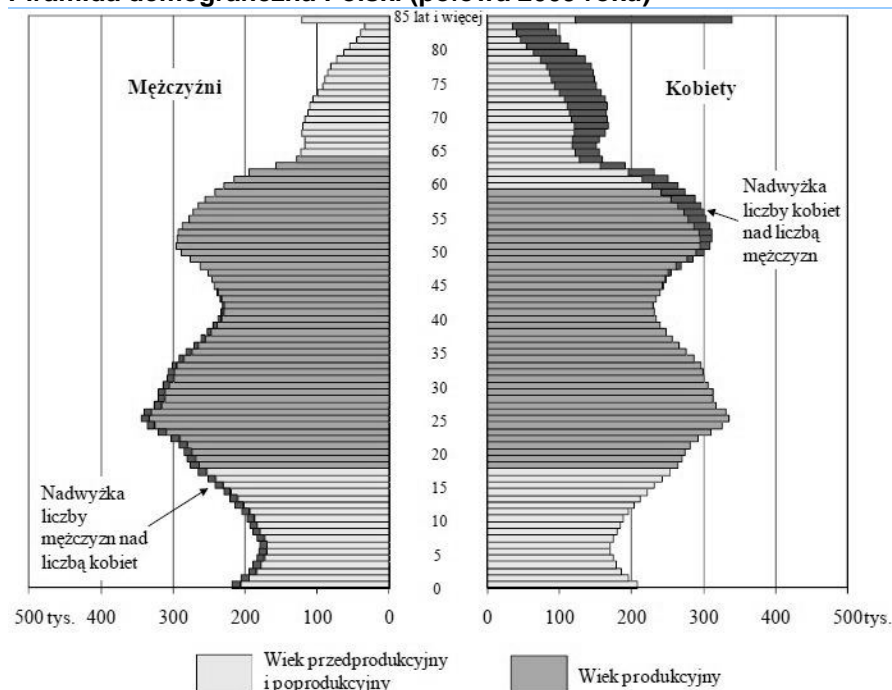
Sytuacja na rynku mieszkaniowym

Popyt na mieszkania

Rynek pierwszego kupującego

W stosunku do lat ubiegłych struktura rynku mieszkaniowego uległa zmianie. W latach 2007-2008 istotną część popytu stanowił popyt o charakterze spekulacyjnym. Stymulowały go wzrosty cen lokali, połączone z dostępem do taniego kredytu, dobrą sytuacją gospodarczą i dużymi wzrostami cen akcji na GPW. Obecnie popyt na rynku mieszkań ograniczył się głównie do popytu ze strony pierwszych kupujących. Popyt ten pozostaje silny, ze względu na strukturę demograficzną Polski (mieszkania kupuje wyż demograficzny) i wstrzymane decyzje o zakupie nowego lokum w I połowie 2009 roku. Popyt ze strony pierwszego kupującego jest nieelastyczny w średnim terminie i jest związany z założeniem rodziny, czy rozpoczęciem pierwszej pracy. Już w Q2/Q3 2009 roku „pierwszy kupujący” skonfrontowany z stosunkowo ograniczonymi spadkami cen mieszkań zdecydował się nie czekać dłużej z zakupem lokalu. Ze względu na ograniczenia finansowe, obniżył jednak swoje oczekiwania co do metrażu mieszkania. W efekcie w 2009 roku spadki cen 1 m² mieszkań były ograniczone, spadła jednak średnia cena i metraż kupowanego mieszkania.

Piramida demograficzna Polski (połowa 2009 roku)



Struktura kupujących w 2010 i 2011 roku

Oczekujemy, że w 2010 roku popyt ze strony „pierwszych kupujących” pozostanie silny. Przez najbliższe 2-3 lata gros popytu na nowe lokale będzie generowane przez szczyt wyżu demograficznego. Nie spodziewamy się odrodzenia popytu inwestycyjnego. Ceny mieszkań w ciągu dwóch ostatnich lat spadły, tak nominalnie, jak i realnie. Straty wielu inwestorów, szczególnie tych, którzy finansowali zakup kredytem w walucie obcej, mogą być znaczące (spadek ceny mieszkania o 10%, przy finansowaniu zakupu w 10% ze środków własnych oznacza stratę 100% kapitału własnego). Stopa zwrotu z wynajmu jest nieatrakcyjna (4,5%), biorąc pod uwagę niepłynność aktywa, uciążliwość wynajmu i ryzyka z nim związane. Nie oczekujemy dużej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i nadwyżek gotówki w gospodarstwach domowych. W efekcie, oczekujemy utrzymania się popytu głównie na lokale małe i popularne. Popyt ze strony „drugiego kupującego”, czyli osoby rozpatrującej zamianę obecnego mieszkania na lokal większy, lepiej zlokalizowany, nowy, powinien być umiarkowany.

Wolumeny sprzedaży kredytów hipotecznych, rekomendacja T

Nasza prognoza zakłada, że w 2010 roku wartość sprzedanych kredytów hipotecznych wyniesie 45-48 mld PLN, w 2011 roku zaś osiągnie poziom około 50 mld PLN. Obecnie banki stopniowo poluzowują politykę w zakresie udzielania kredytów hipotecznych. Produkt ten jest

dla banku opłacalny (znacznie wyższe marże niż w poprzednich latach), w dodatku mniej ryzykowny niż np. kredyty gotówkowe. Wzrost akcji kredytowej w bankach może być ograniczany przez wejście w życie rekomendacji T. Rekomendacja ta zakłada m.in., że maksymalny bezpieczny poziom zobowiązania z tytułu spłaty rat zaciągniętych kredytów czy pożyczek nie przekraczał 50% w przypadku osób o przeciętnych zarobkach (podstawą dane GUS o przeciętnym wynagrodzeniu w gospodarce) i 65% dla klientów o zarobkach wyższych. Dodatkowo przy kredytach o zmiennym oprocentowaniu bank powinien uwzględnić wyniki testu warunków skrajnych, tj.: zmianę stopy procentowej o 4 pp., a w kredytach walutowych założyć również osłabienie złotówki o 30%. Rekomendacja wskazuje, że bank powinien przyjąć bufor wskaźnika LTV dla pokrycia skutków zmiany parametrów kredytu (kurs walutowy, wartość zabezpieczenia) na poziomie min. 10% kwoty kredytu dla ekspozycji o terminie spłaty do 5 lat i 20% kwoty kredytu dla ekspozycji o okresie spłaty powyżej 5 lat. Ostrożnie oceniamy pojawiające się w prasie zapowiedzi spadku akcji kredytowej w zakresie kredytów hipotecznych. Uważamy, że rekomendacja raczej ograniczy pole do wzrostów, niż spowoduje spadek wartości udzielanych kredytów.

Wolumeny sprzedaży mieszkań

Uważamy, że na całym rynku wolumeny sprzedaży mieszkań mogą wzrosnąć o około 10-15% r/r, co oznacza utrzymanie wyników sprzedaży lokali na poziomie z Q4 2009 (bardzo niska baza porównawcza za Q1 2009 i częściowo za Q2 2009). Wyniki sprzedaży poszczególnych deweloperów mogą rosnąć mocniej, proporcjonalnie do wzrostu wielkości i atrakcyjności oferty mieszkań. Nadal najlepiej będą sprzedawały się mieszkania małe. Popyt na większe lokale może być nadal słaby, co związane jest m.in. z rekomendacją T oraz dużą podażą gotowych dużych lokali (rynek wtórny, nabycia o charakterze spekulacyjnym, rynek pierwotny). Wymóg maksymalnego LTV = 80% dla kredytów hipotecznych na powyżej 5 lat zacznie obowiązywać od sierpnia 2010. Wymóg dotyczący udziału kosztu raty w dochodzie netto (50%/65%) zacznie obowiązywać od listopada 2010.

Czy za 4-5 lat popyt na mieszkania zacznie słabnąć?

Effekt wyżu demograficznego, oddziałujący na chęć nabywania mieszkań, powinien zacząć słabnąć za 4-5 lat. Rodzi to ryzyko osłabionego popytu na mieszkania deweloperskie. Nie można wykluczyć, że ryzyko to nie zrealizuje się. Możliwe jest tak zwiększenie akcji kredytowej (tanie kredyty w euro), jak i wzrost znaczenia popytu ze strony dotychczasowych posiadaczy mieszkań zlokalizowanych w starszych budynkach. W naszych prognozach nie zakładamy ewentualnego spadku popytu za kilka lat i dołka cyklu wynikającego ze struktury demograficznej Polski za 10-15 lat. Nie uwzględniamy też wzrostu popytu na mieszkania, ze względu na dążenie Polaków do podniesienia standardu życia.

Podaż mieszkań

Oferta mieszkań na rynku pierwotnym

Oferta mieszkań w Polsce wynosi około 29,4 tys. mieszkań (dane REAS), co oznacza, że nadpodaż lokali znacząco spadła. Jeśli przyjąć, że w Q4 2009 w Polsce sprzedało się około 7,2 tys. lokali, zaś naturalny poziom oferty to w przybliżeniu sprzedaż z 4 miesięcy, nadwyżka lokali sięga jedynie 600 mieszkań. Statystyki te niewiele mówią o strukturze oferty, a ona jest zróżnicowana. Na rynku nadal jest nadpodaż mieszkań dużych i drogich, zaś małych i relatywnie niedrogich lokali jest niewiele. W wielu inwestycjach realizowanych przez deweloperów najmniejsze lokale (40-55 m²) zostały wyprzedane, do sprzedaży zaś pozostają mieszkania średnie i duże (65 m²+). Oferta mieszkań z rynku pierwotnego nie zmieniła się w Q4 2009 q/q, co wynika z wprowadzenia do oferty nowych lokali (mimo rekordowo wysokich wyników sprzedaży na rynku). Nie przewidujemy, aby oferta deweloperów miała się w najbliższym czasie kurczyć. Nowe projekty deweloperskie charakteryzują się często bardzo atrakcyjną rentownością. Zmieniać się będzie struktura oferty – większość nowych lokali budowanych przez deweloperów to mieszkania małe, dostosowane do oczekiwań „pierwszego kupującego”. Nie oczekujemy wystąpienia deficytu mieszkań. Deficyt przejściowo wystąpił na przełomie 2009 i 2010 roku jedynie w przypadku najmniejszych mieszkań (50-55 m² i poniżej). Podaż projektów złożonych z małych lokali będzie rosła w połowie 2010 roku.

Rozszerzenie marż dewelopera

Inwestycje deweloperskie na powrót stały się wysoce rentowne, co związane jest ze znacznie większym spadkiem kosztów wytworzenia niż spadek cen sprzedaży. Deweloperzy oferujący małe mieszkania na etapie dziury w ziemi są w stanie wygenerować przedsprzedaż na wysokim poziomie i po wysokiej cenie (niewiele niższej niż dla gotowych mieszkań, pomimo ryzyk oraz kosztu kapitału w czasie). Marże dla modelowych projektów deweloperskich, szczególnie popularnych, złożonych z małych mieszkań, są bardzo atrakcyjne. Poniżej przedstawiamy modelową rentowność przedsięwzięć deweloperskich (przykład dla rynku

warszawskiego). Marża netto na poziomie około 18% wygenerowana jest przy 60% finansowania obcego, co przy założeniu około 1,5 rocznego cyklu budowy oznacza ROI na poziomie 30%. Kalkulacja ta nie uwzględnia wpływu przedpłat otrzymywanych od klientów (dodatкова redukcja zapotrzebowania na gotówkę).

Zmiana rentowności projektu deweloperskiego: nowe projekty

Typ	Koszt gruntu (PLN/m ²)	Koszt budowy (PLN/m ²)	Koszt finansowania (PLN/m ²)	Koszt gruntu / koszt inwestycji	Koszt budowy / koszt inwestycji	Koszt finansowania / koszt inwestycji	Cena sprzedaży (PLN/m ²)	Marża brutto (%)	Marża netto (%)
Standard "popularny"	700	3200	281	17%	77%	7%	5800	28%	18%
Podwyższony standard	1500	3500	360	28%	65%	7%	7300	27%	17%
Apartament	2200	4200	461	32%	61%	7%	10000	31%	21%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zmiana warunków rynkowych na skutek „kryzysu finansowego”

Typ	Spadek kosztu budowy (%)	Spadek cen lokalu (%)	Wzrost kosztu finansowania	Koszt gruntu / koszt inwestycji	Koszt budowy / koszt inwestycji	Koszt finansowania / koszt inwestycji	Zmiana marży netto
Standard "popularny"	-20%	-5%	25%	17%	77%	7%	9%
Podwyższony standard	-20%	-15%	25%	28%	65%	7%	-4%
Apartament	-20%	-30%	25%	32%	61%	7%	-19%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Małe mieszkania: efektywność sprzedaży, konkurencja

Uważamy, że dobrym wskaźnikiem pokazującym jak atrakcyjny jest projekt deweloperski, jest stosunek kwartalnej sprzedaży do liczby mieszkań w inwestycji. Wskaźnik powinien rosnąć wraz z postępem prac budowlanych (ewentualnie, może wzrosnąć na samym początku, a potem spaść, jeśli bank wymaga określonej przedsprzedaży przed uruchomieniem kredytu). Bardzo dobre (atrakcyjne cenowo, jak i pod innym względem) projekty charakteryzują się wskaźnikiem na poziomie 20-25%. Projekty gorzej dostosowane do oczekiwań rynku (duże mieszkania, wysoka cena), charakteryzują się często wskaźnikiem na poziomie poniżej 10%. Z kolei nowe projekty złożone głównie z małych mieszkań, nawet na etapie dziury w ziemi, na przełomie 2009/2010 roku (deficyt małych lokali), charakteryzował wskaźnik sprzedaży nawet na poziomie powyżej 30%. Nie jest to zjawisko naturalne. Oczekujemy, że nowa podaż małych mieszkań spowoduje, że spadnie tempo ich sprzedaży do poziomu 15-20% kwartalnie (sprzedaż wszystkich mieszkań w inwestycji w ciągu 5-6 kwartałów).

Podejście banków do kredytowania inwestycji

Banki zaczęły powracać do rozmów z deweloperami o kredytowaniu nowych inwestycji. Uważamy, że z perspektywy sektora bankowego, deweloper może być bardzo dobrym klientem. Inwestycja mieszkaniowa charakteryzuje się wysoką rentownością i stosunkowo krótkim okresem kredytowania. Ryzyko udzielania kredytu inwestycyjnego deweloperowi nie jest naszym zdaniem tak duże (mieszkania zawsze są sprzedawalne, kwestią jest jedynie cena). Deweloperzy, szczególnie ci mali, gotowi są zaakceptować nawet bardzo wysokie marże kredytowe, w zamian za finansowanie niezbędne do rozpoczęcia inwestycji. Znane są przypadki prób pozyskiwaniu kapitału przez mniejszych deweloperów przy oprocentowaniu obligacji na poziomie nawet 14% rocznie (WIBOR + 10%). Koszt finansowania w relacji do kosztu wytworzenia jest niewielki. Przykładowo, przyjmując poprzednie założenia dotyczące projektu o standardzie popularnym, wzrost oprocentowania kredytu z 8% do 12% powoduje spadek marży brutto na inwestycji o jedynie 2,4%. Uważamy, że teza, zakładająca, że banki nie będą kredytować deweloperów nie jest słuszna. „Papierkiem lakmusowym” dla banków są naszym zdaniem wyniki sprzedaży i działania deweloperów rozpoczynających pierwsze nowe inwestycje. Na poprawie koniunktury w zakresie nowych kredytów skorzystają najpierw duzi, wiarygodni gracze, oferujący atrakcyjne projekty mieszkaniowe.

Duża podaż gruntów i jej wpływ na rynek

Będący w latach 2006-2007 na wagę złota bank ziemi stał się obecnie w wielu przypadkach „balastem ziemi”. Zbyt duże nakłady poczynione na zakup gruntów w latach przeszłych ograniczają możliwość finansowania nowych inwestycji przez deweloperów. Deweloperzy posiadają bank ziemi na 6-7 lat budowania. Wiele przedsiębiorstw państwowych i komunalnych posiada atrakcyjne, niewykorzystane grunty (np. PKP). Wykorzystanie gruntów nadal ograniczane jest przez braki planów miejscowego zagospodarowania, stopniowo jednak problem ten będzie tracił na znaczeniu. Oczekujemy, że duża dostępność gruntów w Polsce

może utrzymywać się nawet przez okres 5 lat. Niski popyt na nowe grunty powoduje, że jedyną szansą, aby po rozsądnej cenie spieniężyć grunt, a w dodatku nawet na tym zarobić, jest budowa na gruncie obiektu mieszkaniowego, czy komercyjnego. W przyszłości ceny gruntów deweloperskich mogą przez długi czas nie rosnąć, co jest wiadomością dobrą dla deweloperów (stabilne środowisko prowadzenia biznesu).

Oczekiwane zmiany cen mieszkań, kosztów budowy i marż deweloperów

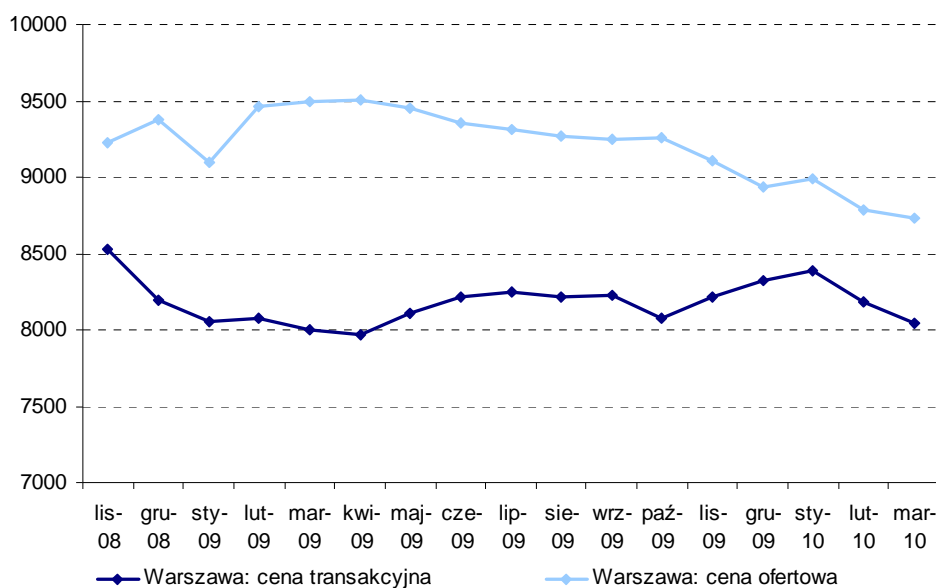
Stabilizacja cen mieszkań

Istnieje wiele sprzecznych opinii w zakresie zachowania cen mieszkań. Naszym zdaniem ceny lokali na rynku pierwotnym pozostają względnie niezmiennie. Faktycznie, zauważalna jest tendencja wzrostowa cen transakcyjnych, wynika ona jednak z kończenia inwestycji deweloperskich. Wzrost ceny mieszkań wraz z postępem robót to zjawisko naturalne (spadek ryzyk i kosztu pieniądza w czasie, możliwość szybszego wprowadzenia się do mieszkania). Jednocześnie, średnie ceny ofertowe nie rosną. Ceny mieszkań wprowadzanych na rynek są niższe, niż średnie ceny w ofercie. Podaż gotowych mieszkań się wyczerpuje. W efekcie, ceny ofertowe w najbliższych kwartałach powinny spadać. Ceny transakcyjne powinny pozostawać względnie niezmiennie, chyba, że znacznie wzrosnie podaż nowych lokali. Na przełomie 2009 i 2010 roku zauważalne były podwyżki cen mieszkań w wybranych projektach deweloperskich. Podwyżki te nie były duże, wynosiły 1-4% i dotyczyły atrakcyjnych projektów, złożonych głównie z małych lokali, których na przełomie 2009 i 2010 roku wystąpił przejściowy deficyt. Głównym motywem podwyżek cen były zbyt dobre (w relacji do budżetu dewelopera i postępu prac) wyniki sprzedaży mieszkań. Sytuacje takie nie powinny się powtarzać, na skutek ograniczonego wzrostu popytu i wzrostu podaży małych mieszkań.

Ceny mieszkań: założenia

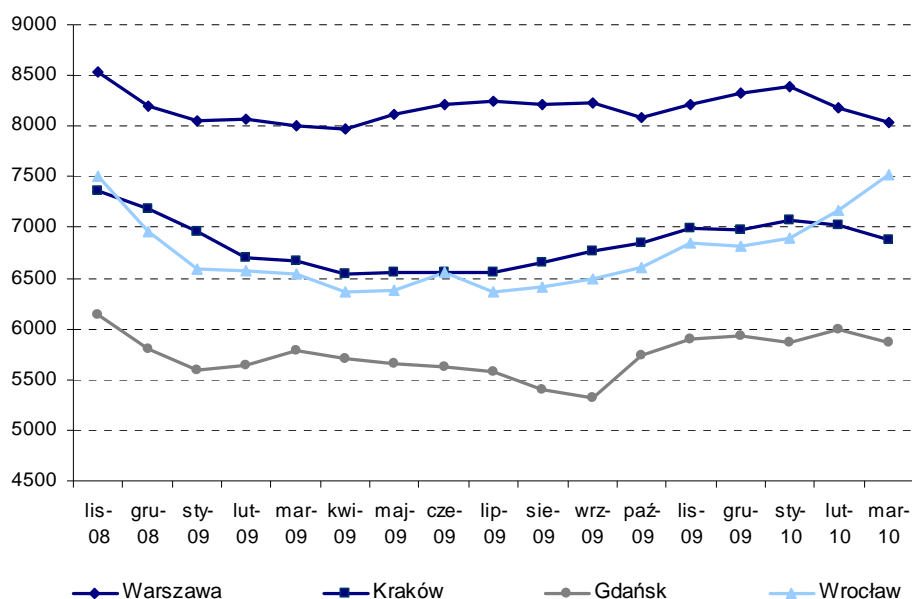
W naszych modelach zakładamy stałe ceny mieszkań w 2010 i 2011 roku. Wzrost cen zakładamy od roku 2012. Ceny mieszkań przyjmujemy na poziomie nieznacznie niższym niż obecne ceny transakcyjne (margines na dodatkowe koszty, rabaty).

Warszawa: ceny ofertowe i ceny transakcyjne



Źródło: redNet Consulting

Największe miasta Polski: ceny transakcyjne



Źródło: redNet Consulting

Oczekujemy wzrostu kosztów budowy

Oczekujemy, że koszty budowy wzrosną już w II połowie 2010 roku. Spowodowane to będzie rozpoczęciem kolejnych inwestycji (wzrost popytu na usługi budowlane). Ostrożnie zakładamy, że wzrost kosztów budowy w II połowie 2010 roku wyniesie 7% w porównaniu do najniższych cen z II połowy 2009 roku, czy Q1 2010. 2% z tego to naturalny, półroczny, wzrost wynagrodzeń. 3% to wzrost marży podwykonawcy / producenta materiałów budowlanych, 2% zaś to wzrost marży generalnego wykonawcy. Wstrzymanie prac w segmencie mieszkaniowym i kubaturowym spowodowało, że wybrane spółki budowlane zaczęły składać agresywne oferty cenowe na budowę nowych inwestycji. Niektóre firmy pozyskiwały kontrakty mieszkaniowe przy marży 1-2% netto, niektóre zaś nawet poniżej kosztów (w celu zapewnienia mocy produkcyjnych). Przy stałych cenach mieszkań, nienaturalnie wysokie marże na nowych projektach deweloperskich będą w 2010 i 2011 roku się zawężać.

13 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	55,65 PLN
Cena docelowa	51,60 PLN
Kapitalizacja	1,37 mld PLN
Free float	0,33 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,71 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	63,15%
Jarosław Szanajca	6,69%
Grzegorz Kiełpsz	5,66%
Pozostali	24,50%

Profil spółki

Dom Development prowadzi działalność deweloperską wyłącznie w segmencie mieszkaniowym i na terenie Warszawy. Wcześniej spółka działała głównie w segmencie o podwyższony standardzie, teraz zaś oferuje głównie mieszkania popularne.

Ważne daty

06.05 - raport Q1 2010
24.08 - raport PSr 2010
04.11 - raport Q3 2010

Dom Development Trzymaj

DOM.PW; DOMD.WA

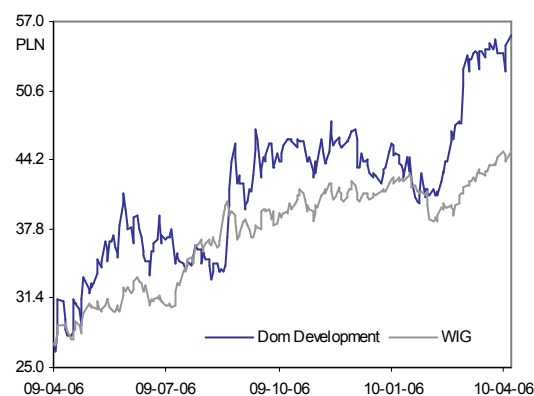
(Podtrzymana)

Premia zbyt wysoka na tle rynku

Wycena Dom Development dyskontuje wiele premii: premię za płynność (dobra sytuacja bilansowa), premię za historię (przeszłe wyniki finansowe, liczba wybudowanych mieszkań), premię za zaufanie (zaufanie do zarządu i akcjonariusza), premię za wyniki sprzedaży. Wskaźnik P/BV na koniec roku 2010 wynosi 1,8, na koniec roku 2011 zaś 1,6, co czyni Dom Development najdroższym dużym deweloperem mieszkaniowym na GPW. Nie oczekujemy, aby najbliższe dwa kwartały przyniosły zaskoczenia pozytywne. Wyniki sprzedaży w Q2 i Q3 2010 powinny utrzymać się na poziomie nieco powyżej 300 sprzedanych mieszkań kwartalnie. Na rozpoczęcie większej ilości nowych projektów trzeba poczekać do jesieni. Największym ryzykiem dla Dom Development jest rozpoczęcie przez innych deweloperów nowych projektów i wzrost konkurencji w lokalizacjach, w którym Dom Development oferuje nowe mieszkania. Oczekujemy, że w połowie 2010 roku banki poluzują kryteria kredytowania inwestycji deweloperskich. Największą szansą dla spółki jest możliwość zakupu gruntów, co pozwoli spółce na lepszą dywersyfikację i możliwość rozpoczęcia nowych inwestycji. Scenariusz ten zakładamy w modelu wyceny, zakładając 135 mln PLN wydane na grunty w 2010 roku i rozpoczęcie budowy 29 tys. PUM w 2011 w ramach nowych projektów. Ze względu na wysoką na tle branży wycenę rekomendujemy trzymanie akcji Dom Development.

Plany inwestycyjne Dom Development

W okresie wakacyjnym spółka może wprowadzić jeszcze 1-2 projekty do sprzedaży (130-300 mieszkań). Na wprowadzenie do sprzedaży kolejnych inwestycji (głównie następne etapy bieżących projektów) należy poczekać do jesieni 2010 roku. Projekty te będą wpływały dopiero na wyniki roku 2012. Warunkiem koniecznym do wprowadzenia kolejnych etapów do sprzedaży są dobre wyniki sprzedażowe bieżących etapów. Zarząd po wynikach Q1 2010 szacował, że do końca 2010 roku będzie w stanie wprowadzić do sprzedaży jeszcze maksymalnie do 2000 lokali. W naszych prognozach zakładamy 1500 lokali wprowadzonych do sprzedaży do końca roku.

Kurs akcji DOM na tle WIG**Oczekiwane wyniki sprzedaży mieszkań**

Wyniki sprzedażowe są pochodną atrakcyjności oferty, konkurencji i cen sprzedaży. W przypadku inwestycji Saska Kępa oferta była atrakcyjna (małe mieszkania), konkurencja mała (przejściowy deficyt małych lokali), cena zaś niska. Obecnie cena uległa podniesieniu, zaś konkurencja wprowadziła do oferty nowe projekty, oferujące małe, popularne mieszkania. Uważamy, że pomimo zwiększenia oferty w Q1 i Q2 2010, wielkość sprzedaży utrzyma się w Q2 i Q3 na poziomie niższym niż 400 mieszkań.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	698,2	704,4	481,3	651,4	932,3
EBITDA	168,1	113,6	44,9	119,9	137,8
marża EBITDA	24,1%	16,1%	9,3%	18,4%	14,8%
EBIT	165,7	111,2	43,0	117,9	135,9
Zysk netto	136,9	80,2	26,0	83,4	123,1
P/E	10,0	17,0	52,5	16,4	11,1
P/CE	9,8	16,5	48,9	16,0	10,9
P/BV	2,0	1,8	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	9,7	14,6	37,4	12,8	7,9
DYield	3,7%	1,4%	0,5%	1,5%	3,6%

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki Q4 2009

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 przekazania lokali jest niewielkie (przekazano w Q4 2009 382 mieszkania, oczekiwaliśmy 374). Źródła odchyleń wyników od prognoz są dwa - wysokie przychody i marże z oddanych dużych, drogich 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).

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

(mln PLN)	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

Przyczyny w premii w wycenie na tle branży

Premia za płynność

Dom Development jako firma charakteryzuje się dużą płynnością. Na koniec 2009 roku dług netto dewelopera wynosił 288,3 mln PLN, 539,6 mln PLN z zapasów to gotowe mieszkania i domy (do przekazania klientom z marżą), 146,3 mln PLN zaś to zaliczki od klientów na mieszkania w budowie. Bilans powyższych kwot to 105,0 mln PLN potencjalnej gotówki (około 175 mln PLN uwzględniając marżę na sprzedaży mieszkań). Żaden z deweloperów mieszkaniowych na GPW nie dysponuje taką płynnością jak Dom Development, w efekcie, można oczekiwać, że spółka wykorzysta posiadaną płynność do zwiększenia skali działalności. Źródłem nadpłynności Dom Development są wstrzymane w 2008 roku zakupy gruntów. Przed przeprowadzoną w 2007 roku emisją Dom Development nie posiadał nadwyżek płynności. W 2007 roku spółka pozyskała środki na zakup gruntów, których nie zdążyła wydać. W 2008 roku proces nabywania gruntów został wstrzymany, ze względu na pogorszenie wyników sprzedaży mieszkań i nieracjonalnie wysokie ceny gruntów (skutek bardzo wielu nabywców i niskiej podaży). Gdyby zakup gruntów nie został w 2008 roku wstrzymany, prawdopodobnie płynność Dom Development byłaby porównywalna do pozostałych deweloperów, a aktywa słabe (drogie grunty nabyte w 2008 roku).

Uważamy, że premia za płynność jest zbyt duża. Inni giełdowi deweloperzy również posiadają środki na realizację nowych projektów. Skala działalności J.W. Construction nie wzrośnie, gdyż w latach 2007-2009 deweloper w pełni wykorzystywał posiadane zasoby gotówkowe. Skalę działalności zwiększył Polnord, który zabezpieczył środki na nowe inwestycje, w dodatku posiada aktywa możliwe do spieniężenia (grunty pod drogi). Środki na nowe inwestycje zabezpieczył też Gant i Ronson. LC Corp realizuje bieżące projekty mieszkaniowe bez wykorzystania długu (możliwość pozyskania kredytu i transferu środków między spółkami

celowymi). Kredyty w spółce obejmują głównie CH Arkady Wrocławskie. Triton Development spłaci cały dług po sprzedaży mieszkań w projekcie Triton Park i będzie dysponował środkami na nowe inwestycje. Pełną zdolność do uruchamiania nowych projektów ma też Instal Kraków.

Premia za historię

Dom Development posiada historię bardzo dobrych wyników finansowych i wielu ukończonych inwestycji. Podobną historią może poszczycić się jedynie J.W. Construction. Polnord rozpoczął działalność w 2006 roku, liczba ukończonych przez spółkę projektów jest ograniczona. Kryzys wyhamował plany inwestycyjne dewelopera, a wyniki w 2009 roku zostały wypracowane głównie ze zdarzeń jednorazowych. Podobna jest historia LC Corp, Triton Development, Atlas Estates, Ronson Development. Gant Development również istotnie zwiększył skalę działalności w latach 2006-2007.

Uważamy, że premia za historię jest umiarkowanie istotna. Działalność deweloperska to działalność inwestycyjna, nie zaś produkcyjna. Marka dewelopera liczy się, ale bardziej istotny jest dobry produkt i atrakcyjna cena. Wyniki generowane przez deweloperów w dużej mierze zależne są od banku ziemi i cen jego nabycia. Obecny bank ziemi Dom Development nie daje spółce przewagi nad konkurentami (bank ziemi nie jest mocno zdywersyfikowany, ceny nabycia gruntów zaś różne – od bardzo atrakcyjnych po nieatrakcyjne). Nie można naszym zdaniem również przyznawać spółce dużej premii za długą ciągłość działalności. Przez wiele lat (2001-2004) biznes deweloperski był umiarkowanie rentowny, dlatego też mała była liczba graczy na rynku.

Premia za zaufanie

W wycenie Dom Development zauważamy premię za zaufanie. Zarząd i akcjonariusz dewelopera nie dawał do tej pory powodów do obaw interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Zarząd Dom Development historycznie podejmował dobre decyzje biznesowe, z których można wymienić emisję akcji w 2007 roku, wstrzymanie zakupu gruntów i rozpoczęcia nowych inwestycji w 2008 roku, koncentrację na segmencie popularnym i małych mieszkaniach (lata 2007/2008), ostrożną politykę cenową w 2009 roku i dobry program inwestycyjny na rok 2010. Mimo to, zarząd spółki nie ustrzegł się błędów, do których można zaliczyć zakup gruntów i projektów pod zbyt wysokiej cenie (Górczewska, Osiedle Oaza, Kamienica Raczyńskiego).

Dobre decyzje biznesowe podejmowali także inni deweloperzy. J.W. w pełni wykorzystał możliwość lewarowania w okresie hossy, wprowadzając do oferty bardzo wiele lokali (co doprowadziło do wzrostu wartości spółki). Gant Development, J.W. Construction i Instal Kraków również rozpoczęli projekty składające się z małych mieszkań o popularnym standardzie. J.W. Construction i Instal Kraków nie kupował gruntów po wysokich cenach, preferując okazje rynkowe (w tym kupno gruntów do scalenia i zmiany przeznaczenia gruntów) lub brak zakupów. Polnord zaoferował klientom w 2008 roku nie najlepszy produkt (zbyt drogie, duże mieszkania), obecnie jednak strategia spółki się zmienia. Opóźnienie w generowaniu wyników przez spółkę wynika z późnego wejścia Polnordu do branży deweloperskiej. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku LC Corp (do spółki wniesione zostały perspektywiczne działki, które będą mogły być wykorzystane za 1-3 lat). Jedną z najlepszych decyzji zarządu LC Corp była sprzedaż projektu Sky Tower (inwestycja zbyt kapitałochłonna, ryzykowna, rentowność trudna do oszacowania). Ronson nabył zdywersyfikowany bank ziemi w bardzo dobrych lokalizacjach, po dobrych cenach, wiele działek zostało nabytych jeszcze w 2006 roku. Obecnie większość deweloperów koncentruje się na uruchamianiu nowych projektów o charakterystykach oczekiwanych przez rynek (głównie mniejsze mieszkania, standard popularny).

Jeśli chodzi o ocenę akcjonariusza, Dom Development nie wyróżnia się naszym zdaniem na tle branży. Wszyscy deweloperzy sprzedali swoje akcje drogo, biorąc pod uwagę bieżące wyceny. W przypadku J.W. można mieć pewne zastrzeżenia jeśli chodzi o odwołanie połączenia z Energopolem. W przypadku Polnordu uważamy, że sytuacja Petrolinvestu, czy Biotonu nie ma przełożenia na sytuację dewelopera. Akcjonariusz mniejszościowy Polnordu jest chroniony m.in. przez umowę o emisję obligacji zamiennych, wymagającą zgody posiadaczy obligacji na transakcje z podmiotami powiązanymi.

Kursy deweloperów w stosunku do szczytu notowań

	Kurs maksymalny	Kurs obecny	Spadek
Dom Development	185,8	54,9	70%
J.W. Construction	79,6	15,5	81%
Polnord	319,7	38,7	88%
Gant Development	118,1	25,2	79%
Ronson Development	5,8	1,8	68%
LC Corp	6,1	1,6	74%
GTC	57,0	24,8	57%
Echo Investment	11,8	4,7	61%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Premia za wyniki sprzedaży

Dom Development w Q4 2009 jako pierwszy rozpoczął nową inwestycję, złożoną głównie z małych mieszkań (projekt Saska Kępa). U uruchomienie projektu miało miejsce dokładnie w momencie wystąpienia przejściowego deficytu małych lokali na rynku. Drugim źródłem bardzo dobrych wyników sprzedaży były atrakcyjne ceny. Obecnie można powiedzieć, że wyniki sprzedaży są wręcz zbyt dobre, a Dom Development sprzedawał mieszkania po zbyt niskich cenach. Obecnie ceny zostały podniesione. Kolejni deweloperzy uruchomili nowe projekty, również w większym stopniu złożone z mniejszych lokali. Nowe projekty nie będą już sprzedawać się tak szybko na bardzo wczesnym etapie budowy. Z drugiej strony, rośnie wielkość oferty dewelopera. Oba czynniki równoważą się, w efekcie, oczekujemy utrzymania wyników sprzedaży w Q2 2010 i Q3 2010 oraz istotnego wzrostu sprzedaży w Q4 2010, wraz z wzrostem liczby lokali w ofercie.

Premia za bank ziemi?

Uważamy, że aktywa Dom Development są przeciętne na tle branży. Spółka posiada wybrane grunty nabyte po bardzo atrakcyjnych cenach, przed hossą na rynku mieszkaniowym, ale i drogie grunty nabyte w 2007 i 2008 roku. Dywersyfikacja banku ziemi jest ograniczona, gdyż dominuje w nim Warszawa, a w niej kilka grup lokalizacji: Białołęka na północ od EC Żerań, Białołęka – Osiedle Derby, Targówek Przemysłowy, Goław, Górczewska. Również dość skoncentrowany jest bank ziemi Polnordu w Warszawie (Wilanów), plusem jest jednak zróżnicowane przeznaczenie gruntów (budownictwo komercyjne, centrum handlowe, mieszkania). Polnord ponadto posiada grunty w wielu innych miastach, miejscami ta dywersyfikacja jest jednak nadmierna. O ile grunty w Warszawie wniesione były do spółki po bardzo atrakcyjnych cenach, o tyle wybrane grunty poza Warszawą były kupione drogo (Sopot, Łódź). J.W. Construction posiada relatywnie tani bank ziemi, dywersyfikacja występuje nie tylko na poziomie geograficznym, ale i na poziomie segmentów działalności (segment komercyjny, działalność hotelarska, potencjalnie działalność budowlana). Bank ziemi Gant Development, mimo, że nie brakuje w nim bardzo drogie działki nabywane na szczycie koniunktury, jest zdywersyfikowany. Bardzo dobry bank ziemi posiada Ronson (atrakcyjne ceny nabycia większości gruntów, wyjątkowe lokalizacje).

Program inwestycyjny Dom Development

Przewidywane inwestycje Dom Development
Nowe inwestycje mieszkaniowe Dom Development

Projekt	PUM	Udział	Miasto	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Cena sprzedaży	Koszt budowy	Marża brutto %
Derby 9	12 870	100%	Warszawa	Q4 2009	Q2 2011	5 600	3 382	39,6%
Saska Kępa E1 F1	18 966	100%	Warszawa	Q4 2009	Q2 2011	7 250	4 709	35,0%
Regaty E4	11 110	100%	Warszawa	Q1 2010	Q2 2011	5 050	3 572	29,3%
Klasyków E1	8 775	100%	Warszawa	Q1 2010	Q2 2011	6 050	4 622	23,6%
Adria E1	14 080	100%	Warszawa	Q1 2010	Q2 2011	6 800	5 515	18,9%
Saska Kępa E1 F2	8 410	100%	Warszawa	Q2 2010	Q4 2011	7 450	4 709	36,8%
Derby 14 E1	9 130	100%	Warszawa	Q2 2010	Q4 2011	5 600	3 551	36,6%
Targówek 1 E1	7 150	100%	Warszawa	Q2 2010	Q4 2011	6 100	4 655	23,7%



Przy Ratuszu (Górczewska)	28 800	100%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	7 100	6 217	12,4%
Derby 14 E2	8 250	100%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	5 600	3 786	32,4%
Regaty E5	8 415	100%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	5 050	3 807	24,6%
Saska Kępa E2 F1	12 180	100%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	7 450	4 959	33,4%
Klasyków E2	11 700	100%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	6 050	4 857	19,7%
Saska Kępa E2	12 180	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	7 450	5 074	31,9%
Targówek 1 E2	4 988	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	6 283	4 766	24,1%
Derby 20	4 950	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	5 600	3 894	30,5%
Adria E2	9 350	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	6 800	5 732	15,7%
Opera 2	2 200	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	17 000	10 280	39,5%
Oaza E1	12 500	100%	Wrocław	Q2 2011	Q3 2012	6 100	5 932	2,8%
Derby 11	4 526	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	5 600	4 493	19,8%
Winnica 1 E1	8 334	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	6 500	4 456	31,4%
Nowy projekt 1	14 500	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	7 416	5 567	24,9%
Nowy projekt 2	14 500	100%	Warszawa	Q2 2011	Q3 2012	7 416	5 567	24,9%
Targówek 1 E3	8 250	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 471	4 766	26,4%
Klasyków E3	5 671	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 232	4 965	20,3%
Derby 14 E3	9 841	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	5 768	3 894	32,5%
Regaty E6	7 473	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	5 202	3 915	24,7%
Akacja 10 F2	3 355	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 695	3 983	40,5%
Winnica 1 E2	7 000	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 695	4 456	33,4%
Regaty 2 E8	10 437	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	5 202	3 915	24,7%
Targówek 1 E4	8 000	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 232	4 766	23,5%
Malwa 4	852	100%	Warszawa	Q3/Q4 11	Q1 2013	6 695	4 351	35,0%

Źródło: Dom Development, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników finansowych w podziale na projekty

Prognozy na rok 2010 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto
Grzybowska	224,8	158,5	29,5%
Derby 16	52,1	43,5	16,5%
Olbrachta	1,3	1,0	23,9%
Regaty 1 F2	10,2	8,5	17,0%
Róża Wiatrów	30,2	24,5	19,1%
Derby 13	23,3	19,4	16,5%
Regaty 1 F3	30,3	25,1	17,0%
Regaty 1 F1	4,2	3,4	17,0%
Regaty Domy	14,3	13,8	3,7%
Akacje 11	6,1	5,7	6,4%
Laguna 2	16,6	15,9	3,7%
Gdański	4,1	2,6	36,4%
Bruna	3,7	2,5	32,5%
Zawiszy	2,7	1,8	34,2%
Derby 17	1,7	1,4	16,5%
Derby 15	1,7	1,4	16,5%
Inne	14,7	12,3	16,5%
Grzybowska: lokale użytkowe	39,3	22,2	43,6%
Suma	481,3	363,5	24,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy na rok 2011 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto
Grzybowska	183,9	129,6	29,5%
Grzybowska: lokale	16,8	9,5	43,6%
Derby 9	60,8	36,7	39,6%
Saska Kępa E1 F1	110,0	71,5	35,0%
Regaty E4	47,3	33,5	29,3%
Klasyków E1	37,9	29,0	23,6%
Adria E1	80,8	65,5	18,9%
Saska Kępa E1 F2	43,9	27,7	36,8%
Derby 14 E1	37,7	23,9	36,6%
Targówek 1 E1	32,2	24,6	23,7%
Suma	651,4	451,5	30,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.;

Prognozy na rok 2012 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto
Derby 9	15,2	9,2	39,6%
Saska Kępa E1 F1	27,5	17,9	35,0%
Regaty E4	11,8	8,4	29,3%
Klasyków E1	9,5	7,2	23,6%
Adria E1	20,2	16,4	18,9%
Saska Kępa E1 F2	18,8	11,9	36,8%
Derby 14 E1	16,2	10,3	36,6%
Targówek 1 E1	13,8	10,5	23,7%
Przy Ratuszu (Górczewska)	126,8	111,0	12,4%
Derby 14 E2	41,4	28,0	32,4%
Regaty E5	38,1	28,7	24,6%
Saska Kępa E2 F1	77,1	51,3	33,4%
Klasyków E2	53,7	43,1	19,7%
Saska Kępa E2	68,1	46,3	31,9%
Targówek 1 E2	23,5	17,8	24,1%
Derby 20	21,9	15,2	30,5%
Adria E2	50,3	42,4	15,7%
Opera 2	13,3	8,0	39,5%
Oaza E1	60,3	58,6	2,8%
Derby 11	20,7	16,6	19,8%
Winnica 1 E1	42,8	29,4	31,4%
Nowy projekt 1	80,6	60,5	24,9%
Nowy projekt 2	80,6	60,5	24,9%
Suma	932,3	709,5	23,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.;

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań i prognoza wyników sprzedaży
Oczekiwana wielkość oferty mieszkań Dom Development

Okres	Oferta na początek kwartału	Sprzedaż netto	Rozpoczęte inwestycje	Oferta na koniec kwartału	Sprzedaż / średnia oferta
Q1 2010	1 023,0	305,0	593,0	1 311,0	26,1%
Q2 2010	1 311,0	314,6	311,0	1 307,4	24,0%
Q3 2010	1 307,4	307,2	1 055,3	2 055,4	23,5%
Q4 2010	2 055,4	472,7	0,0	1 582,7	23,0%
2010	1 582,7	1 399,6	1 959,3	2 142,3	96,6%
2011	2 142,3	2 014,9	2 644,7	2 772,1	82,0%
2012	2 772,1	2 217,9	2 150,0	2 704,2	81,0%

Źródło: DI BRE Banku

Nowe projekty wpłyną na wzrost sprzedaży mieszkań

Dom Development planuje wprowadzić większy wolumen lokali na jesieni 2010 roku. Spółka czeka na potwierdzenie obecnych, bardzo dobrych wyników sprzedażowych, w kolejnych kwartałach. Oferta dewelopera (małe i popularne lokale) jest dobrze dopasowana do oczekiwań rynku. Lokale planowane do wprowadzenia do oferty w II połowie 2010 roku to głównie kolejne etapy realizowanych obecnie inwestycji. Uważamy, że wzrost oferty dewelopera, który powinien nastąpić w Q3 2010, pozwoli na zwiększenie wolumenu sprzedawanych mieszkań w Q4 2010. Sądymy, że deweloper w 2011 roku jest w stanie sprzedać ponad 2000 mieszkań. Jest to znacznie więcej niż pozostali analizowani konkurenci, nie wolno jednak zapominać, że działalność Dom Development koncentruje się wyłącznie na segmencie mieszkaniowym, konkurenci zaś inwestują także w projekty komercyjne.

Wycena akcji Dom Development

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 51,6 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 7,3% niższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji Dom Development.

Wycena akcji Dom Development

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	48,9	90%
Wycena metodą porównawczą	39,4	10%
Średnia	47,9	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	51,6	

Źródło: Dł BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Dom Development metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Dom Development są pozostali deweloperzy mieszkaniowi. Pole dla analizy porównawczej jest ograniczone, w efekcie, jej udział w wycenie ograniczamy do 10%. Kryzys finansowy opóźnił cykl inwestycyjny w zasadzie wśród wszystkich przedstawicieli branży. Niektóre spółki, takie jak J.W. Construction oddają w 2010 roku bardzo wiele mieszkań, co skutkuje bardzo dobrymi wynikami i niskimi wskaźnikami. Inne, jak Polnord, do przekazania w 2010 roku mają już bardzo niewiele lokali. Dom Development już w 2011 roku prezentuje istotną poprawę wyników na poziomie działalności operacyjnej. J.W. i Polnord w 2011 roku generują dobre wyniki dzięki przeszacowaniom nieruchomości, wynika to jednak z rozpoczęcia inwestycji komercyjnych. Zaburzone są również wskaźniki EV/EBITDA. Realizowany przez Polnord program inwestycyjny (m.in. budowa centrum handlowego na Wilanowie) przyczyni się na wzrost gotówki dostępnej spółce dopiero w 2013 roku (EV/EBITDA 2013 = 5,2).

Różnie też na tle branży prezentują się wskaźniki P/BV. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polnord, co wynika m.in. z przeszacowań gruntów dokonywanych przez spółkę w 2009 roku (81,8 mln PLN), a także wartości firmy wykazanej w bilansie (140,0 mln PLN). Z drugiej strony, wskaźnik P/BV Polnordu nie uwzględnia wartości gruntów pod drogi, które warte są zgodnie z naszymi szacunkami około 167,3 mln PLN (a wykazane z wartością księgową = 0 PLN). Wysoki bieżący wskaźnik P/BV J.W. Construction wynika z bardzo wielu mieszkań pozostałych do przekazania (około 3,3 tys. lokali). Wysoki wskaźnik P/BV Dom Development wynika ze specyfiki spółki – na trudnym rynku Dom Development jest nadpłynny i jest w stanie rozpocząć większą liczbę nowych projektów niż konkurenci.

Wycena porównawcza akcji Dom Development

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
J.W. Construction	1,50	1,27	1,09	5,8	8,3	7,4	6,4	10,0	6,9
Polnord	0,75	0,71	0,68	24,2	12,5	9,0	20,1	14,5	8,4
Mediana	1,13	0,99	0,88	15,0	10,4	8,2	13,3	12,3	7,7
Dom Development	1,78	1,65	1,51	52,5	16,4	11,1	37,4	12,8	7,9
Premia (dyskonto)	58,0%	66,2%	71,4%	250,5%	57,3%	35,1%	182,0%	4,3%	2,4%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%
Wycena	5,3	5,0	4,9	0,0	3,5	8,2	0,0	6,0	6,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu.
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,55% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek.
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Wydatki na nowe grunty w 2010 roku w wysokości 135 mln PLN.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	481,3	651,4	932,3	978,9	1 027,9	1 076,2	1 123,6	1 166,3	1 207,1	1 249,3	
zmiana	-31,7%	241,7%	43,1%	5,0%	5,0%	4,7%	4,4%	3,8%	3,5%	3,5%	
EBITDA	44,9	119,9	137,8	144,5	148,0	150,9	156,5	163,1	169,3	175,6	
marża EBITDA	9,3%	18,4%	14,8%	14,8%	14,4%	14,0%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	
Amortyzacja	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
EBIT	43,0	117,9	135,9	142,5	146,0	149,0	154,6	161,2	167,3	173,7	
marża EBIT	8,9%	18,1%	14,6%	14,6%	14,2%	13,8%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	
Opodatkowanie EBIT	8,2	22,4	25,8	27,1	27,7	28,3	29,4	30,6	31,8	33,0	
NOPLAT	34,8	95,5	110,1	115,4	118,3	120,7	125,2	130,6	135,5	140,7	
CAPEX	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
Kapitał obrotowy	-45,6	84,4	376,8	7,1	-34,7	-33,2	-29,6	-26,8	-26,6	-25,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-10,7	180,0	486,9	122,6	83,6	87,5	95,6	103,8	108,9	115,1	118,5
WACC	9,6%	10,0%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
współczynnik dyskonta	93,4%	84,9%	76,8%	69,5%	62,8%	56,8%	51,4%	46,5%	42,1%	38,0%	
PV FCF	-10,0	152,7	373,8	85,1	52,5	49,7	49,1	48,3	45,8	43,8	
WACC	9,6%	10,0%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	19%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	1 569,9										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	597,3										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	890,9										
Wartość firmy (EV)	1 488,2										
Dług netto	288,3										
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	1 199,8										
Liczba akcji (mln)	24,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	48,9										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%										
Cena docelowa	52,7										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,6										
P/E('09) dla ceny docelowej	16,1										
Udział TV w EV	40%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	52,7	54,7	57,0	59,7	62,9
WACC -0,5pp	51,0	52,7	54,7	57,0	59,7
WACC	49,5	51,0	52,7	54,7	57,0
WACC +0,5pp	48,1	49,5	51,0	52,7	54,7
WACC +1,0pp	46,9	48,1	49,5	51,0	52,7

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	729,8	878,8	698,2	704,4	481,3	651,4	932,3
<i>zmiana</i>	35,9%	20,4%	-20,6%	0,9%	-31,7%	35,3%	43,1%
Koszt własny sprzedaży	496,9	545,7	429,0	508,1	363,5	451,5	709,5
Zysk brutto na sprzedaży	232,9	333,1	269,1	196,3	117,8	199,9	222,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,9%	37,9%	38,5%	27,9%	24,5%	30,7%	23,9%
Koszty sprzedaży	-21,7	-22,4	-30,0	-22,3	-24,2	-26,6	-28,7
Koszty ogólnego zarządu	-41,3	-57,7	-61,9	-43,1	-47,6	-52,4	-53,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-5,0	-12,1	-11,5	-19,7	-3,0	-3,0	-4,3
EBIT	165,0	241,0	165,7	111,2	43,0	117,9	135,9
<i>zmiana</i>	130,7%	46,1%	-31,2%	-32,9%	-61,3%	174,2%	15,2%
<i>marża EBIT</i>	22,6%	27,4%	23,7%	15,8%	8,9%	18,1%	14,6%
Wynik na działalności finansowej	2,8	9,4	7,2	-10,4	-10,9	-15,0	16,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,8	250,4	173,0	100,8	32,1	102,9	151,9
Podatek dochodowy	-32,6	-49,7	-36,0	-20,5	-6,1	-19,6	-28,9
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	80,2	26,0	83,4	123,1
<i>zmiana</i>	-	48,4%	-31,7%	-41,4%	-67,6%	220,3%	47,7%
<i>marża</i>	18,5%	22,8%	19,6%	11,4%	5,4%	12,8%	13,2%
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9
EBITDA	166,5	243,2	168,1	113,6	44,9	119,9	137,8
<i>zmiana</i>	127,3%	46,0%	-30,9%	-32,4%	-60,4%	166,7%	15,0%
<i>marża EBITDA</i>	22,8%	27,7%	24,1%	16,1%	9,3%	18,4%	14,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	6,1	8,2	5,6	3,3	1,1	3,4	5,0
CEPS	6,1	8,3	5,7	3,4	1,1	3,5	5,1
ROAE	43,2%	33,8%	19,9%	11,2%	3,4%	10,4%	14,2%
ROAA	17,9%	18,4%	9,1%	4,8%	1,7%	5,5%	7,5%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 458,4	1 551,0	1 713,2
Majątek trwały	17,0	21,9	20,9	19,0	19,0	19,0	19,0
WNIPI	0,7	0,7	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,8	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	6,5	6,8	5,5	5,5	5,5	5,5
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	7,5	10,6	8,4	9,3	9,3	9,3	9,3
Pozostałe	2,4	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Majątek obrotowy	906,9	1 230,2	1 743,7	1 568,7	1 439,3	1 532,0	1 694,2
Zapasy	594,9	862,4	1 458,1	1 305,1	1 190,2	1 122,4	811,7
Należności	60,8	65,9	55,5	26,7	38,2	51,8	74,1
Pozostałe aktywa obrotowe	23,7	26,4	6,3	6,1	6,1	6,1	6,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	227,5	275,5	223,7	230,8	204,8	351,7	802,4
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 458,4	1 551,0	1 713,2
Kapitał własny	491,9	696,1	683,5	748,8	768,3	830,9	904,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania długoterminowe	154,8	330,4	462,9	406,0	406,0	406,0	406,0
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	102,2	241,8	433,3	384,9	384,9	384,9	384,9
Rezerwy	52,6	88,6	29,6	21,0	21,0	21,0	21,0
Zobowiązania krótkoterminowe	277,2	225,5	618,4	433,1	284,2	314,4	402,7
Pożyczki i kredyty, obligacje	98,9	37,0	62,5	134,2	134,2	134,2	134,2
Zobowiązania wobec dostawców	143,8	121,0	145,5	104,8	124,5	154,6	243,0
Inne	34,5	67,5	410,4	194,0	25,5	25,5	25,5
Dług	201,1	278,8	495,8	519,2	519,2	519,2	519,2
Dług netto	-26,4	3,3	272,1	288,3	314,4	167,4	-283,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,4%	0,5%	39,8%	38,5%	40,9%	20,2%	-31,3%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,0	1,6	2,5	7,0	-	-
BVPS	22,0	28,3	27,8	30,5	31,3	33,8	36,8



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-30,3	-22,3	-215,0	4,6	-6,7	184,8	485,7
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	80,2	26,0	83,4	123,1
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9
Kapitał obrotowy	-211,8	-295,7	-245,5	152,9	-45,6	84,4	376,8
Pozostałe	44,8	70,6	-108,8	-230,9	10,9	15,0	-16,0
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-3,6	-3,5	-0,5	-1,9	-1,9	-1,9
CAPEX	-1,4	-3,6	-3,5	-0,7	-1,9	-1,9	-1,9
Inwestycje kapitałowe	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	185,8	73,9	166,7	3,1	-17,4	-35,9	-33,2
Emisja akcji	220,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-34,8	77,6	216,8	22,9	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,7	-50,1	-19,6	-6,5	-20,8	-49,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	153,7	48,0	-51,8	7,2	-26,0	146,9	450,6
Środki pieniężne na koniec okresu	227,5	275,5	223,7	230,8	204,8	351,7	802,4
DPS (PLN)	0,0	0,2	2,0	0,8	0,3	0,8	2,0
FCF				244,3	-10,7	180,0	486,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,2%	0,4%	0,5%	0,1%	0,4%	0,3%	0,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	9,2	6,8	10,0	17,0	52,5	16,4	11,1
P/CE	9,1	6,7	9,8	16,5	48,9	16,0	10,9
P/BV	2,5	2,0	2,0	1,8	1,8	1,6	1,5
P/S	1,7	1,6	2,0	1,9	2,8	2,1	1,5
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	14,8%	-0,6%	11,7%	44,9%
EV/EBITDA	7,3	5,6	9,7	14,6	37,4	12,8	7,9
EV/EBIT	7,4	5,7	9,9	14,9	39,1	13,0	8,0
EV/S	1,7	1,6	2,3	2,3	3,5	2,4	1,2
DYield	0,0%	0,3%	3,7%	1,4%	0,5%	1,5%	3,6%
Cena (PLN)	55,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	1241,8	1366,8	1366,8	1366,8	1366,8	1366,8	1366,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EV (mln PLN)	1 215,4	1 370,1	1 638,7	1 654,9	1 681,0	1 534,0	1 083,4

13 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca 15,65 PLN**Cena docelowa** 15,10 PLN

Kapitalizacja 0,85 mld PLN

Free float 0,21 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 1,9 mln PLN

Struktura akcjonariatu

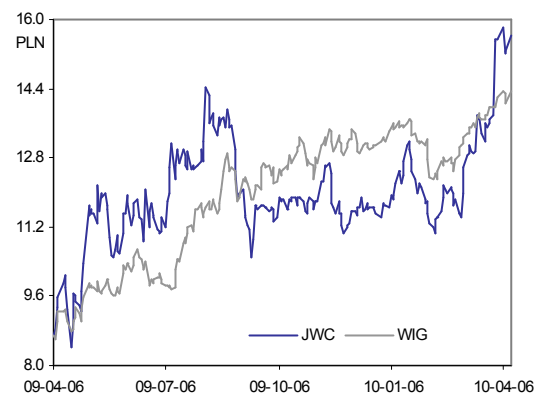
EHT S.A.	34,86%
Józef Wojciechowski	28,18%
J.W. Construction	1,14%
PKO TFI	5,93%
Pionier Pekao IM	5,01%
Pozostali	24,88%

Profil spółki

J.W. Construction koncentruje się głównie na działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym na terenie aglomeracji warszawskiej. Spółka działa też w innych miastach, w tym w Rosji, prowadzi sieć hoteli, posiada firmę budowlaną i produkcyjną (mat. budowlane). Planuje wejść w segment komercyjny.

Ważne daty

12.05 - raport Q1 2010
26.08 - raport PSr 2010
09.11 - raport Q3 2010

Kurs akcji JWC na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

J.W.Construction Trzymaj

JWC.PW; JWCA.WA

(Podtrzymana)

Fundamenty bez zmian

Wzrost kursu J.W. Construction nie ma odzwierciedlenia w zmianach sytuacji fundamentalnej spółki. Podtrzymujemy opinię, że J.W. z opóźnieniem będzie uruchamiał nowe projekty deweloperskie. Wynika to tak z opóźnionego o pół roku w stosunku do konkurentów cyklu budowy i związanych z tym kwestii finansowych, jak i z stosunkowo umiarkowanego przygotowania spółki do realizacji nowych projektów deweloperskich. Nowe inwestycje będą wpływać dopiero na przychody 2012 roku, pozytywne przeszacowania projektów komercyjnych mogą za to pojawić się już w 2011 roku. J.W. w pełni wykorzystało możliwość lewarowania działalności w okresie hossy na rynku, w efekcie, liczba mieszkań do przekazania klientom nadal pozostaje bardzo duża. Szacujemy, że jest to aż około 4100 lokali. Przekazania tych mieszkań będą kształtować tak wyniki 2010, jak i 2011 roku. Na tle branży deweloperskiej wycena J.W. wydaje się być adekwatna (niskie P/E, ale wysokie EV/EBITDA, ze względu na duże zadłużenie, P/BV 2011 = 1,3). Ze względu na duże zadłużenie, J.W. nie dorównuje Dom Development pod względem potencjału finansowego. W dodatku spółka planuje rozwój innych segmentów działalności, w efekcie, może stracić udziały w warszawskich rynku deweloperskim. Największą szansą zwiększenia wartości i płynności J.W. jest wykup mieszkań w TBS przez lokatorów (ustawa w przygotowaniu). Największym ryzykiem obarczona naszym zdaniem jest planowana akwizycja spółki drogowej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Kierunki rozwoju J.W. Construction

Uważamy, że kryzys i związane z nim ryzyka spowodował dążenie zarządu J.W. Construction do szerokiej dywersyfikacji działalności. W rachubę wchodzi tak budowa obiektów biurowych, przejęcie spółki drogowej, jak i dywersyfikacja geograficzna działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym. Nie wszystkie plany dywersyfikacji oceniamy pozytywnie, w tym przykładowo plan akwizycji spółki drogowej. Uważamy, że J.W. może w przyszłości stracić udziały w warszawskim rynku mieszkaniowym.

J.W. Construction i Dom Development

J.W. nie posiada naszym zdaniem porównywalnego potencjału do Dom Development, głównie ze względu na niższą płynność. J.W. w pełni wykorzystało możliwości inwestycyjne w latach 2007-2009, Dom Development nie. Dom Development stawia na koncentrację i core business, J.W. dąży do dywersyfikacji. Z punktu biznesowego bardziej przekonuje nas strategia Dom Development. Z drugiej strony wycena J.W. Construction wygląda bardziej atrakcyjnie. Bank ziemi J.W. Construction charakteryzuje się korzystnymi cenami nabycia, w zasadzie z wyjątkiem gruntów zagranicznych, których nie jesteśmy w stanie ocenić (Bułgaria, Rosja).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	721,4	713,3	776,3	428,3	709,2
EBITDA	158,5	156,8	212,0	155,8	164,9
marża EBITDA	22,0%	22,0%	27,3%	36,4%	23,3%
EBIT	141,1	142,7	191,7	135,5	144,6
Zysk netto	100,9	100,4	146,1	101,5	113,9
P/E	8,5	8,4	5,8	8,3	7,4
P/CE	7,2	7,4	5,1	6,9	6,3
P/BV	2,6	2,0	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	9,4	9,1	6,4	10,0	6,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q4 2009

J.W. Construction w Q4 2009 wypracowało przychody o 26,7% wyższe od naszych oczekiwań. Źródłem wyższych przychodów jest segment działalności deweloperskiej (przekazanie większej, niż zakładaliśmy, ilości lokali w Q4 2009). Zakładaliśmy przekazanie 1737 mieszkań w całym roku, liczba przekazanych wyniosła 1940. Marża brutto ze sprzedaży jest niższa od naszych oczekiwań (24,6%, oczekiwaliśmy 26,9%), różnica wynika jednak wyłącznie z gorszych wyników w pozostałych segmentach działalności (działalność hotelarska, TBS, wyłączenia). Marża brutto ze sprzedaży w zakresie działalności deweloperskiej wyniosła 27% i była zgodna z oczekiwaniami (27,1%). Marża brutto ze sprzedaży w segmencie TBS i hotelarskim (łącznie wyniki obu segmentów) wyniosła 12,2%, podczas, gdy oczekiwaliśmy 21,8%. Wzrost kosztów to zjawisko przejściowe, charakterystyczne dla końca roku. Działalność TBS charakteryzuje się bardzo niskimi stopami kapitalizacji (około 3%) w relacji do wartości rynkowej porównywalnych lokali. Wejście w życie przepisów uprawniających do zbywania po cenach rynkowych lokali przez TBS pozwalałoby na znaczny wzrost wyceny akcji dewelopera.

Wyższe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólne działalności (15,8 mln PLN, oczekiwaliśmy 10,5 mln PLN). W Q3 2009 koszty ogólne wyniosły 10,0 mln PLN, w Q2 2009 zaś 9,8 mln PLN. Wzrost kosztów ogólnych wynika ze zjawiska sezonowości. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły w Q4 2009 3,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych na poziomie 0,5 mln PLN).

Wyższe od oczekiwań były też pozostałe koszty finansowe – wyniosły one 6,7 mln PLN (oczekiwaliśmy 3,6 mln PLN). Różnica wynika z wyższych kosztów odsetkowych – spółka księguje odsetki kredytów finansujących projekty w toku w kosztach projektów (koszty własne sprzedaży w momencie oddania mieszkań), a koszty finansowania zakończonych projektów w pozostałych kosztach finansowych.

Efektywna stopa podatkowa wyniosła w Q4 2009 12%, zysk netto zaś 31,0 mln PLN (oczekiwaliśmy 26,3 mln PLN). W wynikach Q4 2009 uwagę zwraca także brak istotnego spadku zadłużenia netto. Nie budzi to jednak naszych obaw. Zmiany w aktywach i pasywach z tytułu kontraktów budowlanych sugerują, że w Q4 2009 oddawane były głównie mieszkania przedsprzedane w systemie proporcjonalnym lub/i prowadzone były prace budowlane w wybranych inwestycjach. Większej poprawy kapitału obrotowego oczekujemy w 2010 roku.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza, vs. konsensus

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	222,2	175,4	26,7%	187,0	18,8%	267,9	-17,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,6	47,2	15,7%	-	-	62,4	-12,5%
Marża %	24,6%	26,9%	-	-	-	23,3%	-
EBIT	42,0	36,1	16,2%	39,5	6,3%	38,1	10,3%
Marża %	18,9%	20,6%	-	21,1%	-	14,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	35,3	32,5	8,6%	-	-	24,9	41,9%
Marża %	15,9%	18,5%	-	-	-	9,3%	-
Zysk netto	31,0	26,3	17,9%	26,9	15,4%	13,5	130,4%
Marża %	14,0%	15,0%	-	14,4%	-	5,0%	-

Źródło: J.W.Construction, DI BRE Banku, PAP

Wyniki Q4 2009 w segmentach działalności vs. prognoza

(mln PLN)	Działalność deweloperska	Działalność hotelowa i TBS	Pozostałe
Q4 2009			
Przychody	215,5	6,7	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	58,3	0,8	-4,5
Marża %	27,0%	12,2%	-
Q4 2009P			
Przychody	167,8	7,6	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	1,7	0,0
Marża %	27,1%	21,8%	-

Źródło: J.W.Construction, DI BRE Banku

Możliwość zmiany struktury J.W. Construction

Możliwość zbycia mieszkań w TBS

J.W. Construction posiada własne Towarzystwo Budownictwa Społecznego. Założenie TBS wynikało z dążenia w przeszłości do zdobycia atrakcyjnych kontraktów budowlanych przez spółkę budowlaną J.W. O podobne kontrakty (budowa i operatorstwo TBS) stara się obecnie na przykład Unibep. Obecnie TBS posiada kredyt na działalność, generuje też stabilny, choć niski, dochód. Obiekty TBS powstały w zupełnie innych warunkach ekonomicznych (znacznie niższe koszty budowy, o ponad połowę niższe ceny mieszkań). Obecnie, w celu aktywizacji budownictwa mieszkaniowego, rząd planuje wprowadzenie w życie ustawy, pozwalającej na wykup przez lokatorów mieszkań w TBS po cenie rynkowej pomniejszonej o wkład własny lokatora. Prace nad ustawą trwają. Uważamy, że wprowadzenie nowych przepisów w życie dawałoby J.W. szansę na zamianę niskiego dochodu z działalności TBS na gotówkę. Taka wymiana generowałaby wzrost wartości dewelopera (yield na wynajmie < koszt pieniądza w czasie). Trudno oszacować, ile mieszkań mogłoby podlegać wykupowi. Dla lokatora wykup lokalu, w którym płaci tak niski czynsz, po cenie rynkowej, jest nieopłacalny. Nie można jednak wykluczyć, że znaczna część lokatorów zdecyduje się na wykup z przyczyn psychologicznych (dążenie do posiadania własnego mieszkania). J.W. posiada 1161 lokali TBS, o powierzchni łącznie 51 220 PUM. Budynki znajdują się na Białołęce oraz w Markach. Lokatorzy partycypowali w 30% w kosztach budowy mieszkań. Poniżej przedstawiamy szacunki dotyczące możliwego wzrostu wartości spółki w przypadku wykupu 50% mieszkań w TBS.

Potencjalny wzrost wartości J.W. w wyniku zbycia mieszkań w TBS

Pozycja	(mln PLN)
Wartość rynkowa mieszkań w TBS	301,2
Wartość 70% udziału w posiadaniu TBS	210,8
Wartość 70% udziału na akcję	3,9
Zysk brutto na wynajmie (2009)	5,1
Stopa kapitalizacji w stosunku do potencjalnej rynkowej wartości 70% udziałów	2,44%
Strumień dochodu z najmu na akcję	1,1
Różnica między wartością 70% udziałów na akcję a strumieniem dochodu z najmu na akcję	2,8
Cena docelowa	15,0
Cena docelowa przy wykupie 50% mieszkań w TBS	16,4
Potencjał wzrostowy	9,3%

Źródło: DI BRE Banku

Plany rozwoju działalności budowlanej

J.W. Construction rozważa zakup spółki drogowej, która uzupełniłaby potencjał budowlany firmy budowlanej J.W. Construction. Do tej pory spółka budowlana świadczyła jedynie usługi na rzecz Grupy (budowa obiektów deweloperskich). Model taki jest korzystny w środowisku rosnących kosztów i trudności w zakontraktowaniu wykonawcy, nie jest zaś korzystny w środowisku wstrzymywania inwestycji deweloperskich. Na dłuższą metę występuje też konflikt interesów między częścią deweloperską a budowlaną, może wystąpić też problem efektywności działalności budowlanej. Kryzys wpłynął na decyzję o szerszej dywersyfikacji działalności J.W. Construction, w tym na rozszerzenie kompetencji spółki budowlanej. Spółka budowlana J.W. próbowała startować w przetargach publicznych w zakresie budownictwa kubaturowego, niestety nieskutecznie. Spółce brak doświadczenia w ramach udziału w przetargach, jak i referencji. Pomysłem zarządu J.W. jest przejęcie firmy drogowej, która poszerzyłaby kompetencje spółki budowlanej J.W., pozwalalaby też z powodzeniem konkurować w przetargach publicznych.

Pomysł przejęcia spółki drogowej oceniamy sceptycznie. Boom w ogłaszaniu bardzo wielu przetargów drogowych prawdopodobnie mamy już za sobą. Wolumen oczekiwanych przetargów powoduje utrzymanie wartości rynku drogowego, lecz już nie jego wzrost. W 2009

roku spółki drogowe uczestniczyły aktywnie w walce konkurencyjnej, na jeden odcinek drogi składało oferty nawet kilkanaście firm. W efekcie, J.W. ryzykuje, że wraz ze spółką drogową przejmie stosunkowo słaby portfel zleceń. Poza tym, spółki budowlane miały bardzo dobre wyniki za lata 2008 i 2009. Przejmując spółkę budowlaną J.W. podejmuje ryzyko, że dokona transakcji po pozornie atrakcyjnych wskaźnikach na lata 2008-2009.

W naszym modelu nie uwzględniamy możliwości przejścia firmy drogowej, ze względu na brak stosownych danych. Uwzględniamy za to działalność spółki budowlanej, w postaci dodatkowej marży w wysokości 3% na poziomie EBIT.

Program inwestycyjny J.W. Construction

Przewidywane inwestycje J.W. Construction

Nowe inwestycje mieszkaniowe J.W. Construction

Projekt	PUM	Udział	Miasto	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Cena sprzedaży	Koszt budowy	Marża brutto %
Ożarów E1	1 920	100,0%	Ożarów	Q2 2010	Q3 2011	4200	3557	15,3%
Zielona Dolina E1	29 216	100,0%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	5200	3855	25,9%
Światowida	13 000	100,0%	Warszawa	Q4 2010	Q2 2012	6300	3863	38,7%
Łódź II - I etap	6 942	100,0%	Łódź	Q4 2010	Q2 2012	4500	3770	16,2%
Uroczysko E1	4 015	100,0%	Katowice	Q4 2010	Q2 2012	5100	4100	19,6%
Ożarów E1	4 800	100,0%	Ożarów	Q4 2010	Q2 2012	4300	3748	12,8%
Zielona Dolina E2	28 889	100,0%	Warszawa	Q2 2011	Q4 2012	5200	3965	23,7%
Ożarów E2	9 600	100,0%	Ożarów	Q1 2011	Q3 2012	4300	3836	10,8%
Antoniewska	13 863	100,0%	Warszawa	Q1 2011	Q3 2012	6900	4714	31,7%
Lewandów Park III E1	16 864	100,0%	Warszawa	Q1 2011	Q3 2012	5600	3981	28,9%
Berensona	9 350	100,0%	Warszawa	Q1 2011	Q3 2012	5600	3876	30,8%
Odkryta	7 322	100,0%	Warszawa	Q1 2011	Q3 2012	5600	4065	27,4%
Uroczysko E2	12 500	100,0%	Katowice	Q3 2011	Q1 2013	5253	4207	19,9%
Łódź II - II etap	7 500	100,0%	Łódź	Q3 2011	Q1 2013	4635	3877	16,4%
Sopot	2 500	100,0%	Sopot	Q3 2011	Q1 2013	10500	6406	39,0%
Łeba E1	11 000	100,0%	Łeba	Q3 2011	Q1 2013	5500	4105	25,4%
Złote Piaski	8 850	100,0%	Złote Piaski, Bułgaria	Q3 2011	Q1 2013	5500	5279	4,0%
Ożarów E3	12 500	100,0%	Ożarów	Q3 2011	Q1 2013	4300	3926	8,7%
Łódź Pogonowskiego	5 995	100,0%	Łódź	Q3 2011	Q1 2013	4635	3930	15,2%
Nowy projekt	10 500	100,0%	Kraków	Q3 2011	Q1 2013	6025,5	4630	23,2%
Nowy projekt	10 500	100,0%	Katowice	Q3 2011	Q1 2013	5253	4049	22,9%
Zielona Dolina E3	14 445	100,0%	Warszawa	Q1 2012	Q3 2013	5356	4078	23,9%
Lewandów Park III E2	16 315	100,0%	Warszawa	Q1 2012	Q3 2013	5768	4095	29,0%

Źródło: J.W. Construction, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje biurowe J.W. Construction

Projekt	m2	Udział	Miasto	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Stawka czynszu (EUR/m2)	Yield	Cena / m2	Koszt / m2	Marża brutto %
Jerozolimskie Point	4 157	100,0%	Warszawa	Q1 2010	Q3 2011	14,5	7,5%	9280	7324	21,1%
Pileckiego	16 838	100,0%	Warszawa	Q3 2010	Q2 2012	15	7,0%	10286	8215	20,1%
Nowa Dana	25 324	100,0%	Szczecin	Q3 2010	Q2 2012	15,5	7,0%	10629	8714	18,0%

Źródło: J.W. Construction, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników finansowych w podziale na projekty

Prognozy na rok 2010 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Osiedle Lazurowa	26,9	22,0	18,2%				
Górczewska Park	172,3	145,4	15,6%				
Lewandów Park	292,3	196,7	32,7%				
Osiedle Bursztynowe	70,8	48,6	31,4%				
Wiślana Aleja	41,7	27,2	34,8%				
Osada Wiślana	29,0	19,5	32,8%				
Aleja Ludwinowska II	1,2	0,9	24,4%				
Rezydencja Quatro	11,8	8,3	29,5%				
Willa Konstancin	5,2	3,6	31,0%				
Osiedle Leśne	14,8	10,6	28,4%				
Lazurowe Ustronie	58,5	41,3	29,4%				
Osiedle Centrum	5,9	4,6	21,9%				
Victoria Park	10,9	9,6	11,9%				
Osiedle Uroczysko	2,1	1,5	25,3%				
Jerozolimskie Point				2,7	20,3		23,0
Pileckiego				11,6	34,6		46,2
Nowa Dana				16,2	55,2		71,3
Suma	743,3	539,8	27,4%	30,5	110,0		140,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy na rok 2011 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Osiedle Lazurowa	13,5	11,0	18,2%				
Górczewska Park	86,2	72,7	15,6%				
Lewandów Park	146,1	98,3	32,7%				
Osiedle Bursztynowe	35,4	24,3	31,4%				
Wiślana Aleja	20,8	13,6	34,8%				
Osada Wiślana	14,5	9,8	32,8%				
Aleja Ludwinowska II	0,6	0,5	24,4%				
Rezydencja Quatro	5,9	4,2	29,5%				
Willa Konstancin	2,6	1,8	31,0%				
Osiedle Leśne	7,4	5,3	28,4%				
Lazurowe Ustronie	29,2	20,7	29,4%				
Osiedle Centrum	2,9	2,3	21,9%				
Victoria Park	5,4	4,8	11,9%				
Osiedle Uroczysko	1,0	0,8	25,3%				
Ożarów E1	6,5	5,5	15,3%				
Jerozolimskie Point				5,4	10,1		15,6
Pileckiego				23,2	69,2		92,4
Nowa Dana				32,3	110,3		142,7
Suma	378,1	275,3	27,2%	61,0	189,7		250,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy na rok 2012 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Ożarów E1	1,6	1,4	15,3%				
Zielona Dolina E1	151,9	112,6	25,9%				
Światowida	77,8	47,7	38,7%				

Łódź II - I etap	29,7	24,9	16,2%			
Uroczysko E1	19,5	15,6	19,6%			
Ożarów E1	19,6	17,1	12,8%			
Zielona Dolina E2	97,6	74,5	23,7%			
Ożarów E2	33,0	29,5	10,8%			
Antoniewska	76,5	52,3	31,7%			
Lewandów Park III E1	75,5	53,7	28,9%			
Berensona	41,9	29,0	30,8%			
Odkryta	32,8	23,8	27,4%			
Jerozolimskie Point					38,6	-38,6
Pileckiego				34,6	173,2	-138,6
Nowa Dana				55,2	269,2	-214,0
Suma	657,5	482,0	26,7%	89,8	480,9	-391,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników w segmentach działalności (mln PLN)

Poziom konsolidacji	Pozycja	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Grupa J.W. Construction	Przychody	776,3	428,3	709,2	758,9	795,8
	Zysk brutto	213,3	128,0	201,2	180,0	194,3
	Marża %	27,47%	29,90%	28,37%	23,72%	24,42%
Działalność deweloperska	Sprzedaż	743,3	378,1	657,5	705,7	741,0
	Zysk brutto	203,5	102,8	175,5	153,4	166,7
	Marża %	27,38%	27,18%	26,69%	21,74%	22,50%
Działalność hotelarska	Sprzedaż	21,1	37,9	39,0	40,2	41,4
	Zysk brutto	3,8	7,6	7,8	8,0	8,3
	Marża %	18,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Budownictwa społeczne	Sprzedaż	11,9	12,2	12,6	13,0	13,4
	Zysk brutto	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7
	Marża %	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Firma budowlana *	Sprzedaż	275,3	385,6	386,6	402,0	420,9
	Zysk brutto					
	Marża %		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * przychody i wynik brutto podlegają wyłączeniu konsolidacyjnym

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań i prognoza wyników sprzedaży

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań J.W. Construction

Okres	Oferta na początek kwartału	Sprzedaż netto	Rozpoczęte inwestycje	Oferta na koniec kwartału	Sprzedaż / średnia oferta
Q1 2010	1 200,0	286,0	300,0	1 214,0	23,7%
Q2 2010	1 214,0	297,4	12,0	928,6	24,5%
Q3 2010	928,6	222,9	596,0	1 301,7	24,0%
Q4 2010	1 301,7	312,4	446,0	1 435,3	24,0%
2010	1 200,0	1 118,7	1 354,0	1 435,3	96,2%
2011	1 435,3	1 588,4	2 592,0	2 438,9	82,0%
2012	2 438,9	2 054,6	2 250,0	2 634,3	81,0%

Źródło: DI BRE Banku

Nowe projekty wpłyną na wzrost sprzedaży mieszkań

Uważamy, że wprowadzenie nowych projektów do oferty pozwoli J.W. Construction na poprawę wyników sprzedaży mieszkań, ale dopiero w roku 2011. Znaczny wzrost wielkości oferty dewelopera będzie miał miejsce dopiero na początku 2011 roku, co związane jest z opóźnionym o pół roku cyklu budowy w stosunku do konkurentów. Poza tym, deweloper rozpocznie inwestycje komercyjne. Zakładamy, że w 2012 roku J.W. będzie już sprzedawać około 500 mieszkań kwartalnie, jednak w porównaniu do Dom Development będą to mieszkania tańsze i mniejsze.

Wycena akcji J.W. Construction

Akcje J.W. Construction wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 15,1 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 3,5% niższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji J.W. Construction.

Wycena akcji J.W. Construction

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	13,2	90%
Wycena metodą porównawczą	21,1	10%
Średnia	14,0	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	15,1	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji J.W. Construction metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla J.W. Construction są pozostali deweloperzy mieszkaniowi. Pole dla analizy porównawczej jest ograniczone, w efekcie, jej udział w wycenie ograniczamy do 10%. Kryzys finansowy opóźnił cykl inwestycyjny w zasadzie wśród wszystkich przedstawicieli branży. Niektóre spółki, takie jak J.W. Construction oddają w 2010 roku bardzo wiele mieszkań, co skutkuje bardzo dobrymi wynikami i niskimi wskaźnikami. Inne, jak Polnord, do przekazania w 2010 roku mają już bardzo niewiele lokali. Dom Development już w 2011 roku prezentuje istotną poprawę wyników na poziomie działalności operacyjnej. J.W. i Polnord w 2011 roku generują dobre wyniki dzięki przeszacowaniom nieruchomości, wynika to jednak z rozpoczęcia inwestycji komercyjnych. Zaburzone są również wskaźniki EV/EBITDA. Realizowany przez Polnord program inwestycyjny (m.in. budowa centrum handlowego na Wilanowie) przyczyni się na wzrost gotówki dostępnej spółce dopiero w 2013 roku (EV/EBITDA 2013 = 5,2).

Różnie też na tle branży prezentują się wskaźniki P/BV. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polnord, co wynika m.in. z przeszacowań gruntów dokonywanych przez spółkę w 2009 roku (81,8 mln PLN), a także wartości firmy wykazanej w bilansie (140,0 mln PLN). Z drugiej strony, wskaźnik P/BV Polnordu nie uwzględnia wartości gruntów pod drogi, które warte są zgodnie z naszymi szacunkami około 167,3 mln PLN (a wykazane z wartością księgową = 0 PLN). Wysoki bieżący wskaźnik P/BV J.W. Construction wynika z bardzo wielu mieszkań pozostałych do przekazania (około 3,3 tys. lokali). Wysoki wskaźnik P/BV Dom Development wynika ze specyfiki spółki – na trudnym rynku Dom Development jest nadpłynny i jest w stanie rozpocząć większą liczbę nowych projektów niż konkurenci.

Wycena porównawcza akcji J.W. Construction

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Dom Development	1,78	1,65	1,51	52,5	16,4	11,1	37,4	12,8	7,9
Polnord	0,75	0,71	0,68	24,2	12,5	9,0	20,1	14,5	8,4
Mediana	1,26	1,18	1,09	38,4	14,5	10,1	28,8	13,7	8,2
J.W. Construction	1,50	1,27	1,09	5,8	8,3	7,4	6,4	10,0	6,9
Premia (dyskonto)	19,1%	8,5%	-0,4%	-84,9%	-42,3%	-26,1%	-77,7%	-26,6%	-15,3%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%
Wycena	2,0	2,2	2,4	0,0	2,7	4,2	0,0	3,9	3,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu.
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,55% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Sprzedaż zakończonych projektów komercyjnych w roku zakończenia budowy.
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek.
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Konserwatywne założenia dotyczące rentowności nieruchomości komercyjnych.
- W wycenie uwzględniamy pozostałe nieruchomości inwestycyjne J.W. Construction.
- W prognozach uwzględniamy marżę w wysokości 3% EBIT realizowaną na działalności budowlanej.
- Nie uwzględniamy możliwości zbycia mieszkań w TBS w prognozach.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+	
Przychody ze sprzedaży	776,3	428,3	709,2	758,9	795,8	832,3	868,1	900,7	931,9	961,6		
zmiana	8,8%	-44,8%	65,6%	7,0%	4,9%	4,6%	4,3%	3,7%	3,5%	3,2%		
EBITDA*	181,5	94,8	164,9	141,9	154,4	161,3	168,0	174,0	179,5	184,7		
marża EBITDA	23,4%	22,1%	23,3%	18,7%	19,4%	19,4%	19,4%	19,3%	19,3%	19,2%		
Amortyzacja	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3		
EBIT*	161,2	74,5	144,6	121,6	134,1	141,0	147,8	153,7	159,2	164,4		
marża EBIT	20,8%	17,4%	20,4%	16,0%	16,8%	16,9%	17,0%	17,1%	17,1%	17,1%		
Opodatkowanie EBIT	30,6	14,2	27,5	23,1	25,5	26,8	28,1	29,2	30,3	31,2		
NOPLAT	130,6	60,3	117,2	98,5	108,6	114,2	119,7	124,5	129,0	133,2		
CAPEX	-166,3	-209,9	370,9	-20,3	-20,3	-20,3	-20,3	-20,3	-20,3	-20,3		
Kapitał obrotowy	104,7	-56,0	-82,2	43,8	-23,8	-25,3	-24,0	-22,3	-21,3	-20,5		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	89,2	-185,3	426,1	142,2	84,8	88,9	95,7	102,2	107,7	112,7	116,1	
WACC	8,6%	8,2%	9,2%	9,8%	10,2%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%		
współczynnik dyskonta	94,0%	86,9%	79,5%	72,4%	65,7%	59,4%	53,8%	48,6%	44,0%	39,8%		
PV FCF	83,9	-161,0	338,8	103,0	55,7	52,9	51,5	49,7	47,4	44,8		
WACC	8,6%	8,2%	9,2%	9,8%	10,2%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%		
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	38%	46%	26%	15%	6%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	1 537,4						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	611,8						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	666,7						WACC -1,0pp	12,9	13,6	14,4	15,4	16,4
Wartość firmy (EV)	1 278,4						WACC -0,5pp	12,8	13,5	14,3	15,3	16,4
Dług netto	575,1						WACC	12,7	13,5	14,3	15,2	16,3
Pozostałe nieruchomości inwest.	12,4						WACC +0,5pp	12,7	13,4	14,2	15,1	16,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0						WACC +1,0pp	12,6	13,3	14,1	15,0	16,1
Wartość firmy	715,8											
Liczba akcji (mln) **	54,1											
Wartość firmy na akcję (PLN)	13,2											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%											
Cena docelowa	14,3											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,3											
P/E('09) dla ceny docelowej	7,1											
Udział TV w EV	48%											

* wyłączając przeszacowania ** Dane korygowane o akcje własne



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	726,3	781,1	721,4	713,3	776,3	428,3	709,2
<i>zmiana</i>	75,2%	7,5%	-7,6%	-1,1%	8,8%	-44,8%	65,6%
Koszt własny sprzedaży	500,3	532,5	509,8	528,0	563,0	300,2	508,0
Zysk brutto na sprzedaży	226,0	248,6	211,6	185,3	213,3	128,0	201,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,1%	31,8%	29,3%	26,0%	27,5%	29,9%	28,4%
Koszty sprzedaży	-24,1	-28,6	-27,4	-20,8	-23,9	-24,6	-25,3
Koszty ogólnego zarządu	-20,8	-24,9	-28,8	-25,7	-25,7	-26,5	-27,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	3,4	-14,2	3,9	28,0	58,5	-4,0
EBIT	180,1	198,6	141,1	142,7	191,7	135,5	144,6
<i>zmiana</i>	438,1%	10,3%	-28,9%	1,1%	34,3%	-29,3%	6,8%
<i>marża EBIT</i>	24,8%	25,4%	19,6%	20,0%	24,7%	31,6%	20,4%
Wynik na działalności finansowej	-12,9	-14,5	-15,8	-23,5	-11,3	-10,2	-4,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,2	184,1	125,3	119,2	180,4	125,3	140,6
Podatek dochodowy	-35,2	-36,0	-24,4	-18,8	-34,3	-23,8	-26,7
Zysk netto	132,0	148,1	100,9	100,4	146,1	101,5	113,9
<i>zmiana</i>	-	12,2%	-31,9%	-0,5%	45,5%	-30,5%	12,2%
<i>marża</i>	18,2%	19,0%	14,0%	14,1%	18,8%	23,7%	16,1%
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	14,0	20,3	20,3	20,3
EBITDA	190,8	211,9	158,5	156,8	212,0	155,8	164,9
<i>zmiana</i>	328,0%	11,0%	-25,2%	-1,1%	35,2%	-26,5%	5,9%
<i>marża EBITDA</i>	26,3%	27,1%	22,0%	22,0%	27,3%	36,4%	23,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	9,6	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1
EPS	13,8	2,8	1,8	1,9	2,7	1,9	2,1
CEPS	14,9	3,0	2,2	2,1	3,1	2,3	2,5
ROAE	84,3%	39,9%	23,1%	27,1%	29,9%	16,6%	17,0%
ROAA	15,9%	12,2%	6,1%	6,1%	10,3%	7,0%	7,9%

* Dane korygowane o akcje własne



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 316,4	1 585,9	1 565,3
Majątek trwały	329,2	381,0	472,4	425,7	612,2	862,8	471,7
WNIPI	12,5	12,4	11,2	6,8	6,8	6,8	6,8
Wartość firmy	16,8	16,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	272,0	299,3	354,7	359,7	405,7	405,7	405,7
Inwestycje długoterminowe	5,0	15,3	45,1	5,0	5,0	5,0	5,0
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	12,3	12,4	12,4	152,9	403,6	12,4
Pozostałe	22,9	25,0	36,6	29,4	29,4	29,4	29,4
Majątek obrotowy	578,4	1 130,5	1 306,0	1 097,3	704,2	723,1	1 093,6
Zapasy	55,1	28,3	42,9	38,4	14,7	24,3	26,0
Należności	40,2	66,4	79,5	57,3	81,2	41,1	68,0
Kontrakty budowlane	403,6	875,1	1 127,3	916,2	530,3	534,9	654,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,0	11,7	17,0	14,5	14,5	14,5	14,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	37,4	75,3	36,7	27,2	19,8	64,6	287,5
Inne	32,1	73,7	2,7	43,7	43,7	43,7	43,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 316,4	1 585,9	1 565,3
Kapitał własny	193,4	549,5	325,7	416,2	562,3	663,8	777,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	350,4	370,8	283,3	203,7	273,7	523,7	323,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	302,1	287,4	251,2	183,9	253,9	503,9	303,9
Rezerwy i inne	48,4	83,4	32,1	19,8	19,8	19,8	19,8
Zobowiązania krótkoterminowe	363,7	591,3	1 169,4	903,0	480,3	398,4	463,9
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	143,0	297,2	417,4	418,3	276,7	276,7	276,7
Zobowiązania wobec dostawców	86,6	118,9	140,4	111,2	176,5	94,6	160,0
Kontrakty budowlane	105,5	156,5	585,8	346,5	0,0	0,0	0,0
Inne	28,6	18,6	25,7	27,1	27,1	27,1	27,1
Dług	445,1	584,6	668,6	602,2	530,6	780,6	580,6
Dług netto	407,7	509,3	631,9	575,1	510,8	716,0	293,1
(Dług netto / Kapitał własny)	210,7%	92,7%	194,0%	138,2%	90,8%	107,9%	37,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,4	4,0	3,7	2,4	4,6	1,8
BVPS	20,2	10,4	6,0	7,7	10,4	12,3	14,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-45,4	-216,7	-93,8	108,9	251,9	14,9	56,0
Zysk netto	132,0	148,1	100,9	100,4	146,1	101,5	113,9
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	14,0	20,3	20,3	20,3
Kapitał obrotowy	-206,1	-446,5	-236,9	-28,0	104,7	-56,0	-82,2
Pozostałe	17,9	68,4	24,8	22,5	-19,2	-50,8	4,0
Przepływy inwestycyjne	-3,3	-96,6	27,9	-15,3	-176,3	-209,9	370,9
CAPEX	4,9	-19,6	-5,4	-14,9	-176,3	-209,9	370,9
Inwestycje kapitałowe	-2,7	-10,3	60,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-5,5	-66,7	-26,7	-0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,9	351,3	27,3	-103,2	-83,0	239,8	-204,0
Emisja akcji	5,8	244,8	-2,5	-2,0	0,0	0,0	0,0
Dług	78,9	126,7	5,0	-119,0	-71,6	250,0	-200,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-14,8	-20,2	24,8	17,8	-11,3	-10,2	-4,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	21,2	38,0	-38,6	-9,5	-7,4	44,8	222,8
Środki pieniężne na koniec okresu	37,4	75,3	36,7	27,2	19,8	64,6	287,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				140,8	89,2	-185,3	426,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,7%	2,5%	0,7%	2,1%	22,7%	49,0%	-52,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	1,1	5,6	8,5	8,4	5,8	8,3	7,4
P/CE	1,0	5,1	7,2	7,4	5,1	6,9	6,3
P/BV	0,8	1,5	2,6	2,0	1,5	1,3	1,1
P/S	0,2	1,1	1,2	1,2	1,1	2,0	1,2
FCF/EV				9,9%	6,6%	-11,9%	37,4%
EV/EBITDA	2,9	6,3	9,4	9,1	6,4	10,0	6,9
EV/EBIT	3,1	6,7	10,5	10,0	7,1	11,5	7,9
EV/S	0,8	1,7	2,1	2,0	1,7	3,6	1,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	15,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	9,6	53,0	54,4	54,1	54,1	54,1	54,1
MC (mln PLN)	149,7	829,7	851,1	846,2	846,2	846,2	846,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	557,3	1 339,0	1 483,0	1 421,3	1 357,0	1 562,2	1 139,4

* Dane korygowane o akcje własne

13 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca 39,3 PLN**Cena docelowa** 52,6 PLN

Kapitalizacja 0,86 mld PLN

Free float 0,35 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 2,54 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	33,71%
Osiedle Wilanowska	11,64%
Templeton Asset Management	13,94%
Pozostali	40,71%

Profil spółki

Polnord prowadzi działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym i komercyjnym w Warszawie oraz innych miastach Polski, a także na rynku rosyjskim. Polnord jest największym z największych właścicieli gruntów spośród deweloperów (większość gruntów zlokalizowana jest na warszawskim Wilanowie).

Ważne daty

15.05 - raport Q1 2010
31.08 - raport PSr 2010
15.11 - raport Q3 2010

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

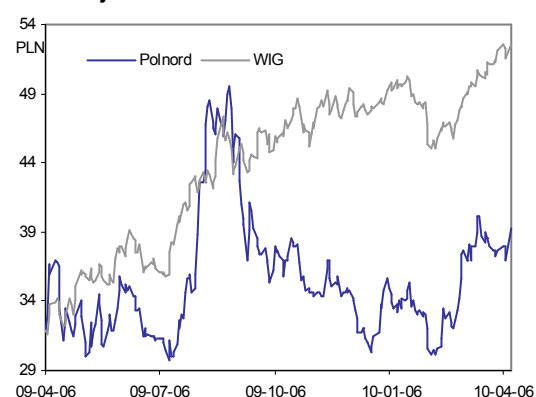
(Podtrzymana)

Kreacja wartości

Polnord jest obecnie najatrakcyjniej wycenionym deweloperem spośród analizowanych przez nas spółek. Pozytywnie oceniamy ostatnie wiadomości. List intencyjny podpisany z GTC w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie, jak i sprzedaż projektu biurowca Asseco. Finansowanie programu inwestycyjnego jest już zabezpieczone. Sądzimy, że nie będzie problemów ze sfinansowaniem budowy centrum handlowego w Wilanowie. Jest to najbardziej atrakcyjny spośród wszystkich projektów dewelopera. Rozpoczęcia budowy oczekujemy w 2011 roku. Wyniki sprzedaży mieszkań z Q1 2010 są stosunkowo niskie (129 lokali), liczymy jednak, że ulegną one znacznej poprawie w Q2 2010. W Q2 2010 w sprzedaży znajdą się lokale w nowych projektach, lepiej odpowiadających oczekiwaniom rynku. W starych projektach dominują mieszkania większe, trudniej znajdujące nabywców. Cel sprzedażowy na rok 2010 w wysokości 800 zbytych lokali nie wydaje nam się trudny do osiągnięcia. Liczymy na przekroczenie oczekiwań spółki i sprzedaż blisko 1000 lokali. Uważamy, że wydarzenia mające miejsce w spółkach takich jak Petrolinvest (rozwodnienie akcjonariuszy mniejszościowych) nie mają przełożenia na perspektywy Polnordu. Umowa emisji obligacji zamiennych zakłada, że wymagana jest zgoda posiadaczy obligacji na transakcje z podmiotami powiązanymi. W wycenie uwzględniamy konwersję 100% obligacji zamiennych na akcje Polnordu po 40 PLN/akcję w 2012 roku. Zalecamy kupno akcji Polnordu.

Potencjał największych inwestycji Polnordu

Marżę brutto na budowę centrum handlowego na Wilanowie szacujemy przy przyjęciu konserwatywnych założeń na około 35%. Marżę brutto na inwestycji na Wyspie Spichrzów szacujemy na 20,6%, czyli na poziomie nie odbiegającym istotnie od średniej rentowności innych projektów dewelopera. W obu przypadkach szacunki są konserwatywne. W szacunkach dotyczących projektu na Wilanowie zakładamy równy podział wynikiem finansowym między GTC i Polnordem oraz średnią stawkę czynszu o 20% niższą niż w Galerii Mokotów. W przypadku Wyspy Spichrzów przyjmujemy obecne, „kryzysowe” założenia.

Kurs akcji PND na tle WIG**Istotne zmiany w prognozach na lata przyszłe**

Większa niż zakładaliśmy skala działalności w segmencie komercyjnym (budowa kolejnych biurowców, centrum handlowego na Wilanowie) skutkuje koniecznością obniżenia prognoz dotyczących ilości rozpoczętych projektów mieszkaniowych w roku 2011. Skutkuje to spadkiem prognozowanych przychodów w roku 2012, ale jednocześnie wzrostem zysków z przeszacowań nieruchomości komercyjnych w budowie i wzrostem wartości nieruchomości inwestycyjnych w bilansie. Wpływ na prognozy na lata 2013+ pozostaje ograniczony. Zakładamy, że od roku 2013 Polnord działać będzie wyłącznie w segmencie mieszkaniowym.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	391,1	221,3	414,2	311,0	419,1
EBITDA	108,7	106,9	64,4	104,2	146,3
marża EBITDA	27,8%	48,3%	15,6%	33,5%	34,9%
EBIT	106,7	104,9	62,5	102,3	144,5
Zysk netto	77,8	63,6	35,9	69,5	109,5
P/E	9,1	13,7	24,2	12,5	9,0
P/CE	8,9	13,2	23,0	12,2	8,9
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	11,9	14,4	20,1	14,5	8,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki Q4 2009

Przychody Polnordu w Q4 2009 były o 13,8 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Z kwoty tej około 3,7 mln PLN to wyższe przychody z przekazanych mieszkań (zakładaliśmy przekazanie 71 lokali, przekazano 74, o wyższych niż zakładaliśmy metrażach). Około 1,8 mln PLN zapewniły oddania lokali w Rosji (nie uwzględnione w prognozie). O 7,9 mln PLN przychody w Q4 2009 powiększyły bez marżowe, techniczne rozliczenia z Prokomem, z tytułu budowy infrastruktury na Wilanowie (przychody z usług). Rozliczeń tych nie uwzględnialiśmy w prognozie.

Wynik brutto na sprzedaży wyniósł 5,4 mln PLN (marża: 10,6%, prognoza: 27,4%). Przyczyną niższego wyniku brutto jest m.in. utworzenie rezerw w poczet kosztów własnych sprzedaży na kwotę 6,2 mln PLN. 5 mln PLN wyniosła rezerwa z tytułu umów zawartych w związku z budową obiektu biurowego w Nowosybirsku. Umowy te zawarte zostały m.in. ze spółką projektową, wykonawcą, i zakładały rozliczenie płatności za wykonane usługi w formie przekazanej po niższej niż rynkowa cena powierzchni biurowej. Do tej pory spółka, w oparciu o dawny budżet projektu oczekiwała, że relacja ceny przekazanej powierzchni do kosztu budowy (który znacznie wzrósł) będzie bardziej korzystna. Nie spodziewamy się więcej takich zdarzeń na projekcie w Nowosybirsku. Ceny uzyskiwane na rynku gwarantują dodatnią rentowność projektu. 1,2 mln PLN wyniosła rezerwa utworzona przez Polnord w związku z realizacją II etapu inwestycji w Łodzi. Ze względu na nadpodaż na rynku nowych lokali, ceny w Łodzi są obecnie niskie. Cena zakupu była wysoka jak na Łódź (prawie 1100 PLN/PUM). Mimo utworzonej rezerwy, inwestycja dla spółki ma sens (koszt gruntu to koszt utopiony, liczą się przepływające pieniądze).

Skorygowana o efekt utworzonych rezerw marża brutto na działalności deweloperskiej (42,8 mln PLN przychodów) wynosi około 27%, tzn. jest zgodna z oczekiwaniami. W porównaniu do prognoz, wyższe okazały się koszty ogólne działalności (13,5 mln PLN, prognoza: 9,8 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 0,2 mln PLN, zysk na wycenie nieruchomości zaś 64,5 mln PLN (z tego 59,9 mln PLN to efekt wyceny gruntu w Dopiewcu). Obecna wycena gruntu to 244 PLN/m², poprzednia zaś, z chwili nabycia gruntu, to 70 PLN/m². Polnord przecenił grunt tłumaczy przeniesieniem działki do nieruchomości inwestycyjnych i wpisaniem Polnordu do księgi wieczystej (w momencie zakupu sytuacja prawna gruntu była skomplikowana).

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły w Q4 2009 11,5 mln PLN (prognoza: 10,6 mln PLN). Duże pozostałe koszty finansowe to m.in. efekt straty Fadesy na instrumentach pochodnych. Instrumenty te zostały otwarte w celu zabezpieczenia kursu w transakcji pakietowej sprzedaży mieszkań w projekcie Ostoja Wilanów III. Efektywna stopa podatkowa w Q4 2009 wyniosła 26,9%, tzn. była wyższa od naszych oczekiwań. Polnord zaksięgował też nie uwzględnione w prognozie 0,5 mln PLN straty akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, wynik netto Polnordu w Q4 2009 wyniósł 31,4 mln PLN (prognoza: 27,4 mln PLN).

Gdyby deweloper nie dokonał w Q4 2009 wyceny nieruchomości inwestycyjnych i nie utworzył rezerw na poziomie kosztów własnych ze sprzedaży, EBIT w Q4 2009 wyniósłby -3 mln PLN, a strata netto blisko 27 mln PLN.

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza, vs. konsensus

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	51,1	37,3	36,9%	46,9	8,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,4	10,2	-47,1%	12,6	-57,3%
Marża %	10,6%	27,4%	-	27,0%	-
Zysk na wycenie nieruchomości	64,5	43,0	49,9%	0,0	-
EBIT	55,2	44,4	24,3%	-15,6	-454,3%
Marża %	108,1%	119,1%	-	-33,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	43,7	33,8	29,3%	-11,5	-481,0%
Marża %	85,6%	90,6%	-	-24,5%	-
Zysk netto	31,4	27,4	14,7%	-10,6	-397,2%
Marża %	61,5%	73,4%	-	-22,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Program inwestycyjny Polnordu

Najlepszy projekt Polnordu: centrum handlowe na Wilanowie

Współpraca z GTC źródłem kreacji wartości

Projekt budowy centrum handlowego na Wilanowie jest naszym zdaniem najbardziej atrakcyjną inwestycją Polnordu. W Warszawie jest miejsce jedynie na dwa nowe centra handlowe – na Wilanowie i na Białołęce. Liczy się możliwość jak najszybszego rozpoczęcia budowy, gdyż lokalny rynek nie wchłonie drugiego i kolejnego tego typu obiektu. Do tej pory projekt był zbyt duży, aby Polnord mógł go zrealizować bez udziału partnera. Spółka planowała podzielić inwestycję na etapy i w tym celu nie planowała budowy klasycznego centrum handlowego, lecz budowę parku handlowego na „wolnym powietrzu”. Koncepcja parku handlowego nie budziła naszego entuzjazmu, dlatego nie oczekiwaliśmy, że realizacja inwestycji może zagwarantować ponadprzeciętne marże. Sytuacja zmienia się wraz z podpisaniem listu intencyjnego z GTC w sprawie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Uważamy, że jest to bardzo dobra wiadomość dla akcjonariuszy dewelopera. Obecnie ma miejsce proces due diligence, który ma szansę przekształcić się w umowę inwestycyjną. Kolejnym krokiem, pod warunkiem, że umowa zostanie podpisana, będzie rozpoczęcie prac projektowych. Uważamy, że mają one szansę zakończyć się pod koniec 2010 roku. Sądymy, że ostateczny kształt inwestycji będzie zbliżony do klasycznego centrum handlowego, przypominającego na przykład Galerię Mokotów. Zakładamy też, że inwestycja będzie dla obu zainteresowanych stron ponad przeciętnie rentowna.

Szacunek rentowności przedsięwzięcia

Ostrożnie zakładamy, że średni czynsz najmu powierzchni w centrum handlowym wyniesie 24 EUR/m², czyli o około 20% mniej, niż w przypadku najbliższego konkurenta, Galerii Mokotów. Zakładamy, że w momencie sprzedaży obiektu, w 2013 roku, yield wyniesie 7%, co również wydaje się być założeniem konserwatywnym. Koszty budowy przyjmujemy na poziomie 2200 EUR/m². Zakładamy, że Polnord i GTC w równym stopniu podzielą się zrealizowaną na inwestycji marżą (tzn. GTC obejmie udziały w spółce celowej po cenie równej wartości księgowej gruntu). Założenie to również może być zbyt konserwatywne. Ostatecznie, konserwatywnie szacowana rentowność brutto na inwestycji to 35,6%.

Wpływ inwestycji na wyniki spółki

Oczekujemy, że prace projektowe nad budową centrum handlowego w Wilanowie zakończą się w II połowie 2010 roku, a pozwolenie na budowę spółka otrzyma w Q1/Q2 2011. Zakładamy rozpoczęcie budowy w Q2 2011 i zakończenie prac pod koniec lata 2013 roku. Zakładamy, że po zakończeniu budowy centrum zostanie sprzedane (w 2013 roku). Łączną kwotę przeszacowań wartości inwestycji szacujemy na 175,2 mln PLN, z czego połowa wpłynie na wyniki 2011 roku, zaś pozostała połowa na wyniki roku 2012.

Czy Wyspa Spichrzów zamieni się w Wyspę Skarbów?

Wyspa Spichrzów – ryzykowny projekt z potencjałem

Miasto Gdańsk wybrało Polnord jako partnera joint-venture w kwestii zagospodarowania północnej części Wyspy Spichrzów. Na działce o powierzchni 26,5 tys. m² powstanie ma 55 tys. m² powierzchni mieszkaniowej, hotelowej, biurowej, usługowej oraz muzealnej. Kolejnym krokiem będzie stworzenie spółki celowej Miasta i Polnordu. W spółce 51% udziałów obejmie Polnord, 49% zaś Miasto Gdańsk. Do spółki miasto stopniowo będzie wносиło grunty, Polnord zaś stopniowo będzie dostarczał środki pieniężne. Ostateczne zaangażowanie miasta to wniesiony grunt, zaś Polnordu około 59 mln PLN (ekwiwalent kupna gruntu po 1073 PLN/PUM). Oczekujemy, że pierwsze przygotowawcze prace budowlane, poprzedzone pracami projektowymi, rozpoczną się w II połowie 2011 roku. Generalnie uważamy, że projekt jest stosunkowo ryzykowny (trudne warunki gruntowe i inżynierskie), ale jednocześnie charakteryzuje się dużą dźwignią na poprawę koniunktury na rynku deweloperskim. Północna część Wyspy Spichrzów jest jedną z najciekawszych lokalizacji w Gdańsku. Obecne warunki rynkowe nie pozwalają oczekiwać marży istotnie wyższej niż 20% brutto na realizacji inwestycji, nie można jednak wykluczyć, że ceny nieruchomości w atrakcyjnych lokalizacjach w średnim terminie, czyli w latach 2011+, wzrosną.

Założenia dotyczące rentowności inwestycji

Przyjmujemy konserwatywne założenia dotyczące parametrów inwestycji na Wyspie Spichrzów. Zakładamy, że średnia cena sprzedaży mieszkań w inwestycji mogłaby obecnie wynieść około 8,8 tys. PLN/PUM. Ceny sprzedaży w zlokalizowanej na południu wyspy inwestycji spółki Mill-Yon wynoszą 6,7-11,6 tys. PLN/m² (atrakcyjnie położone mieszkanie

można nabyć za 8 tys. PLN/m²). Mieszkania w zlokalizowanej jeszcze dalej na południu inwestycji Kamienice nad Motławą wynoszą zgodnie z naszymi szacunkami średnio 6,8-7,5 tys. PLN/m². Wyższe są za to ceny w przypadku projektów znajdujących się na północnej części wyspy i w jej sąsiedztwie. Mieszkania w projekcie Szafarnia sprzedawane były po 6,7-15 tys. PLN/m² (przeważnie 9-12 tys. PLN/m²). Prawdziwym testem dla rentowności części mieszkaniowej Wyspy Spichrzów będzie sprzedaż mieszkań w projekcie Polnordu Galeon (podobna lokalizacja). Koszty budowy 1 m² szacujemy na 5 tys. PLN/2 (4 tys. PLN + 1 tys. PLN ze względu na trudne warunki gruntowe). Czynsze za wynajem powierzchni komercyjnej szacujemy na 16 EUR/m². Czynsze ofertowe wynoszą obecnie 15-16 EUR/m². Rynek trójmiejski jest nadal stosunkowo niedojrzały i do tej pory nie zauważono na nim tendencji płacenia istotnej premii za atrakcyjną lokalizację (tendencja taka występuje np. w Warszawie). Koszt budowy szacujemy na 7 tys. PLN/m² (6 tys. PLN/m² + 1 tys. PLN/m² ze względu na trudne warunki gruntowe). Takie same założenia przyjmujemy dla powierzchni hotelowej. Wyższe czynsze (18,75 EUR/m²) przyjmujemy dla powierzchni usługowej. Budowa muzeum bursztynu zostanie rozliczona bez marżowo (sprzedaż obiektu miasto po koszcie budowy, po jego ukończeniu).

Bieżący szacunek rentowności inwestycji

Typ powierzchni	Powierzchnia m ²	Cena sprzedaży na m ²	Koszt budowy na m ²	Marża brutto %	Przychody ze sprzedaży	Koszty własne sprzedaży
Apartamenty	25 000	8 800	6 510	26,0%	220,0	162,7
Hotel	10 000	10 697	8 654	19,1%	107,0	86,5
Biura	10 000	10 697	8 654	19,1%	107,0	86,5
Inne (usługi)	3 000	12 500	8 654	30,8%	37,5	26,0
Muzeum bursztynu	7 000	8 600	8 600	0,0%	60,2	60,2
Suma				20,6%	531,6	422,0
Szacunki spółki				34,8%	690,0	450,0

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Korzystna transakcja zbycia biurowca Asseco

Sprzedaż projektu za 3800 PLN/PUM poza centrum miasta

Polnord sprzedał spółce zależnej Asseco projekt deweloperski budowy biurowca o powierzchni 20,4 tys. m². Budowa nie została rozpoczęta, jest już jednak projekt i pozwolenie na budowę, wybrany też został generalny wykonawca. Uważamy, że transakcja jest bardzo atrakcyjna dla Polnordu. Deweloper sprzedał nie rozpoczęty projekt za 77,8 mln PLN, czyli 3800 PLN/PUM. Jest to kwota bardzo wysoka biorąc pod uwagę brak rozpoczęcia budowy. Wartość księgowa gruntu przed przeszacowaniem to około 1100 PLN/PUM. Uzyskana na sprzedaży marża w wysokości około 2710 PLN/PUM odpowiada naszym zdaniem marży możliwej do uzyskania na budowie kolejnych biurowców na Wilanowie. Przeprowadzona transakcja uwalnia zasoby gotówkowe, które będą wykorzystane do uruchomienia budowy kolejnych biurowców (we wrześniu 2010 i w Q1 2011). Przed transakcją Polnord otrzymał kredyt od PKO BP, który ma zostać przeniesiony na nowe projekty biurowe.

Przeszacowania wartości gruntów inwestycyjnych

Przeszacowanie działki w Sopocie i w Dopiewcu k/Poznań

Polnord w 2009 roku, w związku z przeniesieniem gruntów z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych, przeszacował wartość dwóch działek – gruntu w centrum Sopotu (o 21,9 mln PLN) i gruntu w Dopiewcu k/Poznań (o 59,9 mln PLN). Przeszacowanie gruntu w Sopocie wynika z planu sprzedaży działki. Plan ten nie został zrealizowany w 2009 roku. Przeszacowanie gruntu w Dopiewcu wynika ze zmiany stanu prawnego gruntu. Polnord w marcu 2009 roku nabył od Prokumu grunt obciążony wadami prawnymi. Sytuacja uległa wyjaśnieniu w 2009 roku, spółka uzyskała wpis do księgi wieczystej. Polnord nie planuje w najbliższym czasie uruchamiać projektu inwestycyjnego na gruncie, w efekcie, spółka przeniosła go do nieruchomości inwestycyjnych. Wielkość wyceny uzyskanej przez spółkę może budzić pewne obawy (grunt nabyty od akcjonariusza, brak nabywców na takie duże grunty), w efekcie, wycenę gruntu uwzględniamy w wycenie Polnordu jedynie w kwocie przed przeszacowaniem. Z podobnych przyczyn uwzględniamy w wycenie jedynie wartość gruntu w Sopocie przed przeszacowaniem.



Grunty podlegające wycenie w 2009 roku

Grunt	Powierzchnia	Wycena	Wartość przed wyceną	Wartość / m2	Wartość po wycenie	Wartość / m2
Sopot	28 047	21,9	25,0	891	46,9	1 672
Dopiewiec k/ Poznania	344 114	59,9	24,0	70	84,0	244

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Przewidywane inwestycje Polnordu

Nowe inwestycje mieszkaniowe Polnordu

Projekt	PUM	Udział	Miasto	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Cena sprzedaży	Koszt budowy	Marża brutto %
Srebrzysta Podkowa (Kowale)	1 322	100%	Gdańsk	Q1 2010	Q4 2010	4 500	3 032	32,6%
Rezydencja Łokietka	9 700	100%	Sopot	Q1 2010	Q3 2011	12 000	11 792	1,7%
Ostoja Wilanów E6	21 059	49%	Warszawa	Q1 2010	Q3 2011	6 750	4 749	29,6%
City Park E2	5 800	100%	Łódź	Q1 2010	Q3 2011	4 500	4 472	0,6%
Ku Słońcu E1	12 300	100%	Szczecin	Q1 2010	Q3 2011	4 500	4 074	9,5%
Dobry Dom E1	10 700	100%	Warszawa	Q1 2010	Q3 2011	6 950	4 545	34,6%
Osiedle Tęczowy Las E2 B3, B4	7 100	100%	Olsztyn	Q1 2010	Q3 2011	4 350	3 538	18,7%
Osiedle Jabłoniowa B1 i B2	7 300	50%	Gdańsk	Q2 2010	Q1 2012	4 650	3 527	24,2%
Osiedle Innova E1 i E3	20 200	49%	Wrocław	Q3 2010	Q1 2012	6 500	4 460	31,4%
Villa Botanica E1	12 700	49%	Warszawa	Q3 2010	Q1 2012	6 450	4 851	24,8%
Osiedle Myśliwska E1	8 200	100%	Gdańsk	Q3 2010	Q1 2012	5 350	3 992	25,4%
Galeon	5 100	100%	Gdańsk	Q4 2010	Q3 2012	8 600	5 987	30,4%
Ostoja Wilanów E5 F2	11 106	49%	Warszawa	Q4 2010	Q3 2012	6 750	4 987	26,1%
Dobry Dom E2	12 500	100%	Warszawa	Q4 2010	Q3 2012	6 950	4 778	31,2%
Osiedle Tęczowy Las E2 B1, B2	6 789	100%	Olsztyn	Q4 2010	Q3 2012	4 350	3 691	15,2%
City Park E3	6 000	100%	Łódź	Q4 2010	Q3 2012	4 500	4 677	-3,9%
Ostoja Wilanów E6 F2	9 756	49%	Warszawa	Q2 2011	Q1 2013	6 953	5 015	27,9%
Villa Botanica E2	16 903	49%	Warszawa	Q3 2011	Q2 2013	6 644	4 871	26,7%
Osiedle Innova E2 i E4 faza 1	21 478	49%	Wrocław	Q3 2011	Q2 2013	6 695	4 564	31,8%
Dobry Dom E3	12 235	100%	Warszawa	Q3 2011	Q2 2013	7 159	4 913	31,4%
Osiedle Myśliwska E2	5 347	100%	Gdańsk	Q3 2011	Q2 2013	5 511	4 095	25,7%
Osiedle Tęczowy Las E3	8 625	100%	Olsztyn	Q3 2011	Q2 2013	4 481	3 916	12,6%
Lublin E1	6 000	100%	Lublin	Q3 2011	Q2 2013	5 099	4 093	19,7%
Osiedle Jabłoniowa B3 i B4	10 000	50%	Gdańsk	Q3 2011	Q2 2013	4 790	3 685	23,1%
City Park E4	6 000	100%	Łódź	Q3 2011	Q2 2013	4 867	4 737	2,7%

Źródło: Polnord, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje komercyjne Polnordu

Projekt	m2	Udział	Miasto	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Stawka czynszu (EUR/m2)	Yield	Cena / m2	Koszt / m2	Marża brutto %
Budynek Pol-Aqua	7299	100,0%	Warszawa	Q4 2009	Q3 2011	75	7,5%	12 000	8 523	29,0%
Biurowiec Kartuska	1872	100,0%	Gdańsk	Q1 2010	Q2 2011	12	7,5%	7 488	6 003	19,8%
Wilanów Office Park B3	12700	100,0%	Warszawa	Q3 2010	Q2 2012	14,5	7,5%	9 048	7 450	17,7%
CH Wilanów	60000	50,0%	Warszawa	Q2 2011	Q2 2013	24,5	7,0%	16 380	10 541	35,6%
Wilanów Office Park B4	12000	100,0%	Warszawa	Q2 2011	Q1 2013	15	7,5%	9 360	7 639	18,4%

Źródło: Polnord, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników finansowych w podziale na projekty

Prognozy na rok 2010 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Wilanowska V	8,1	5,8	28,2%				
Srebrzysta Podkowa - E1	3,3	2,7	19,1%				
Kamienica pod Wrzosem	5,6	4,6	18,9%				
Apartamenty Albatros	20,1	16,1	20,0%				
Osiedle Tęczowy Las I	11,1	8,9	20,1%				
Kryształ Wilanowa (dz. 7/41)	35,1	30,7	12,5%				
City Park, E1, bud 1	19,8	19,8	0,0%				
Wilanów Królewskie Przedmieście	18,7	13,6	27,0%				
Ostoja 2	14,8	11,2	24,2%				
Ostoja 3	52,1	39,5	24,2%				
Ostoja 4	48,9	37,0	24,4%				
Ostoja 5 F1	58,4	44,8	23,3%				
Leżena I	18,0	15,4	14,4%				
Leżena II	22,5	20,8	7,5%				
Budynek Asseco	77,8	50,1	35,6%			77,8	-50,1
Budynek Pol-Aqua				4,9	30,3		35,2
Biurowiec Kartuska				2,8	8,4		11,2
Wilanów Office Park B3				13,5	18,9		32,5
Suma	414,2	320,8		21,2	57,6		28,8

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy na rok 2011 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Ostoja Wilanów E5 F1	6,8	5,2	23,3%				
Srebrzysta Podkowa (Kowale)	5,9	4,0	32,6%				
Rezydencja Łokietka	93,1	91,5	1,7%				
Ostoja Wilanów E6	55,7	39,2	29,6%				
City Park E2	20,9	20,8	0,6%				
Ku Słońcu E1	44,3	40,1	9,5%				
Dobry Dom E1	59,5	38,9	34,6%				
Osiedle Tęczowy Las E2 B3 i B4	24,7	20,1	18,7%				
Budynek Pol-Aqua					20,7	87,6	-66,9
Biurowiec Kartuska					2,8	14,0	-11,2
Wilanów Office Park B3				4,9	52,0		57,0
CH Wilanów				87,6	94,9		182,5
Wilanów Office Park B4				10,3	27,5		37,8
Suma	311,0	259,8		102,8	198,0	-101,6	199,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy na rok 2012 (mln PLN)

Nazwa	Przychody	Koszty	Marża brutto	Wycena nieruch.	CAPEX	Sprzedaż nieruch.	Zmiana nieruch. Inwest.
Rezydencja Łokietka	23,3	22,9	1,7%				
Ostoja Wilanów E6	13,9	9,8	29,6%				
City Park E2	5,2	5,2	0,6%				
Ku Słońcu E1	11,1	10,0	9,5%				
Dobry Dom E1	14,9	9,7	34,6%				
Osiedle Tęczowy Las E2 B3 i B4	6,2	5,0	18,7%				
Osiedle Jabłoniowa B1 i B2	17,0	12,9	24,2%				

Osiedle Innova E1 i E3	64,3	44,1	31,4%			
Villa Botanica E1	40,1	30,2	24,8%			
Osiedle Myśliwska E1	43,9	32,7	25,4%			
Galeon	35,1	24,4	30,4%			
Ostoja Wilanów E5 F2	29,4	21,7	26,1%			
Dobry Dom E2	69,5	47,8	31,2%			
Osiedle Tęczowy Las E2 B1 i B2	23,6	20,0	15,2%			
City Park E3	21,6	22,4	-3,9%			
Wilanów Office Park B3				23,7	114,9	-91,3
CH Wilanów				87,6	142,3	229,9
Wilanów Office Park B4				10,3	45,8	56,2
Suma	419,1	319,0		97,9	211,8	-114,9

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań i prognoza wyników sprzedaży

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań Polnordu

Okres	Oferta na początek kwartału	Sprzedaż netto	Rozpoczęte inwestycje	Oferta na koniec kwartału	Sprzedaż / średnia oferta
Q1 2010	979,0	129,0	547,0	1 397,0	10,9%
Q2 2010	1 397,0	244,5	137,0	1 289,5	17,5%
Q3 2010	1 289,5	251,5	588,0	1 626,1	19,5%
Q4 2010	1 626,1	349,6	582,0	1 858,5	21,5%
2 010	979,0	974,5	1 854,0	1 858,5	69,4%
2 011	1 858,5	1 523,9	1 404,5	1 739,0	82,0%
2 012	1 739,0	1 656,9	2 270,0	2 352,1	81,0%

Źródło: DI BRE Banku

Nowe projekty wpłyną na wzrost sprzedaży mieszkań

Uważamy, że wprowadzenie nowych projektów do sprzedaży pozwoli Polnordowi na znaczną poprawę wyników sprzedaży mieszkań. Wiele mieszkań z rozpoczętych w Q1 2010 inwestycji nie zostało jeszcze wprowadzone do sprzedaży. Nowe projekty pozwolą zmienić strukturę oferty dewelopera – do tej pory dominowały w niej duże lokale, na które popyt znacząco spadł. Obecnie Polnord wprowadza coraz więcej projektów oferujących mniejsze mieszkania. Proponujemy mierzyć sprzedaż wskaźnikiem stosunkiem ilości przedsprzedanych mieszkań do wielkości oferty. Wskaźnik ten dla projektów o wyższym standardzie, zawierających głównie duże mieszkania jest niski (<10% w skali kwartalnej, co oznacza, że projekt sprzedaje się w 2,5 roku). Wskaźnik dla projektów popularnych oferujących głównie małe mieszkania jest wysoki (nawet >25%, czyli projekt sprzedaje się w niecały rok).

Wycena akcji Polnordu

Akcje Polnordu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 52,6 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 34,1% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno Polnordu.

Wycena akcji Polnordu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	48,4	90%
Wycena metodą porównawczą	51,9	10%
Średnia	48,8	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	52,6	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Polnordu metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Polnordu są pozostali deweloperzy mieszkaniowi. Pole dla analizy porównawczej jest ograniczone, w efekcie, jej udział w wycenie ograniczamy do 10%. Kryzys finansowy opóźnił cykl inwestycyjny w zasadzie wśród wszystkich przedstawicieli branży. Niektóre spółki, takie jak J.W. Construction oddają w 2010 roku bardzo wiele mieszkań, co skutkuje bardzo dobrymi wynikami i niskimi wskaźnikami. Inne, jak Polnord, do przekazania w 2010 roku mają już bardzo niewiele lokali. Dom Development już w 2011 roku prezentuje istotną poprawę wyników na poziomie działalności operacyjnej. J.W. i Polnord w 2011 roku generują dobre wyniki dzięki przeszacowaniom nieruchomości, wynika to jednak z rozpoczęcia inwestycji komercyjnych. Zaburzone są również wskaźniki EV/EBITDA. Realizowany przez Polnord program inwestycyjny (m.in. budowa centrum handlowego na Wilanowie) przyczyni się na wzrost gotówki dostępnej spółce dopiero w 2013 roku (EV/EBITDA 2013 = 5,2).

Różnie też na tle branży prezentują się wskaźniki P/BV. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polnord, co wynika m.in. z przeszacowań gruntów dokonywanych przez spółkę w 2009 roku (81,8 mln PLN), a także wartości firmy wykazanej w bilansie (140,0 mln PLN). Z drugiej strony, wskaźnik P/BV Polnordu nie uwzględnia wartości gruntów pod drogi, które warte są zgodnie z naszymi szacunkami około 167,3 mln PLN (a wykazane z wartością księgową = 0 PLN). Wysoki bieżący wskaźnik P/BV J.W. Construction wynika z bardzo wielu mieszkań pozostałych do przekazania (około 3,3 tys. lokali). Wysoki wskaźnik P/BV Dom Development wynika ze specyfiki spółki – na trudnym rynku Dom Development jest nadpłynny i jest w stanie rozpocząć większą liczbę nowych projektów niż konkurenci.

Wycena porównawcza akcji Polnordu

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Dom Development	1,78	1,65	1,51	52,5	16,4	11,1	37,4	12,8	7,9
J.W. Construction	1,50	1,27	1,09	5,8	8,3	7,4	6,4	10,0	6,9
Mediana	1,50	1,27	1,09	5,8	8,3	7,4	6,4	10,0	6,9
Polnord	0,75	0,71	0,68	24,2	12,5	9,0	20,1	14,5	8,4
Premia (dyskonto)	-50,3%	-44,7%	-38,0%	317,5%	50,0%	21,3%	214,5%	44,8%	22,3%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%
Wycena	11,9	10,7	9,5	0,0	2,6	6,5	0,0	4,7	6,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu.
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,55% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Sprzedaż zakończonych projektów komercyjnych w roku zakończenia budowy.
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Konserwatywne założenia dotyczące potencjalnej inwestycji prowadzonej z GTC (budowa centrum handlowego na Wilanowie): czynsze o 20% niższe niż w Galerii Mokotów, koszt budowy = 2200 EUR/m², GTC i Polnord po połowie dzielą się marżą.
- W wycenie uwzględniamy grunty inwestycyjne Polnordu w Sopocie i w Dopiewcu, w kwocie przed przeszacowaniem.
- W prognozach nie uwzględniamy wyniku na sprzedaży gruntów pod drogi. Grunty te zaksięgowane są po 0 PLN. Wynik na ich sprzedaży byłby czystym, pomniejszonym o podatek, zyskiem. Grunty pod drogi uwzględniamy jako dodatkowy czynnik zwiększający wycenę.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	414,2	311,0	419,1	735,0	768,1	801,9	835,5	867,3	897,7	929,1	
zmiana	87,2%	-24,9%	34,8%	75,4%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%	3,5%	
EBITDA	64,4	104,2	146,3	111,4	116,3	121,3	126,4	131,1	135,6	140,3	
marża EBITDA	15,6%	33,5%	34,9%	15,2%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	
Amortyzacja	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
EBIT	62,5	102,3	144,5	109,5	114,4	119,5	124,5	129,2	133,7	138,4	
marża EBIT	15,1%	32,9%	34,5%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	
Opodatkowanie EBIT	11,9	19,4	27,4	20,8	21,7	22,7	23,6	24,5	25,4	26,3	
NOPLAT	50,6	82,8	117,0	88,7	92,7	96,8	100,8	104,7	108,3	112,1	
CAPEX	-9,4	-98,2	-98,8	504,4	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
Kapitał obrotowy	239,6	-72,2	363,2	-21,3	106,2	67,7	-24,1	-22,9	-22,6	-22,0	
Pozostałe	-21,2	-102,8	-97,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	261,5	-188,5	285,4	573,8	198,9	164,4	76,7	81,8	85,7	90,1	92,8
WACC	9,0%	8,2%	9,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
współczynnik dyskonta	93,7%	86,6%	79,0%	71,5%	64,6%	58,5%	52,9%	47,8%	43,3%	39,1%	
PV FCF	245,1	-163,3	225,5	410,0	128,6	96,1	40,6	39,1	37,1	35,3	
WACC	9,0%	8,2%	9,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	34%	51%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 229,6
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	481,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 094,0
Wartość firmy (EV)	1 575,4
Dług netto	670,3
Wycena gruntów pod drogi i gruntów inwestycyjnych **	216,3
Zdyskontowane wpływy z konwersji	96,5
Wartość firmy	1 217,8
Liczba akcji (mln.) *	25,1
Wartość firmy na akcję (PLN)	48,5
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%
Cena docelowa	52,3

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	49,9	51,2	52,6	54,2	56,1
WACC -0,5pp	49,8	51,1	52,5	54,1	55,9
WACC	49,7	50,9	52,3	53,9	55,8
WACC +0,5pp	49,6	50,8	52,2	53,8	55,6
WACC +1,0pp	49,5	50,7	52,1	53,7	55,5

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	11,4
P/E('09) dla ceny docelowej	19,1
Udział TV w EV	31%

* liczba akcji skorygowana o oczekiwane w 2012 rozdanie spowodowane konwersją obligacji zamiennych na akcje; ** 167,3 mln PLN: grunty pod drogi, 49 mln PLN: grunt w Sopocie i Dopiewcu k/Poznania przed przeszacowaniem

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	59,5	131,5	391,1	221,3	414,2	311,0	419,1
<i>zmiana</i>	-83,7%	121,2%	197,4%	-43,4%	87,2%	-24,9%	34,8%
Koszt własny sprzedaży	45,4	93,2	223,7	178,0	321,9	259,8	319,0
Zysk brutto na sprzedaży	14,0	38,3	167,3	43,3	92,3	51,2	100,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	23,6%	29,1%	42,8%	19,6%	22,3%	16,5%	23,9%
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-7,7	-3,6	-4,0	-4,1	-4,2
Koszty ogólnego zarządu	-4,4	-36,0	-52,1	-52,9	-46,0	-46,9	-48,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,3	29,5	-0,9	118,1	20,2	102,1	96,9
EBIT	3,3	31,4	106,7	104,9	62,5	102,3	144,5
<i>zmiana</i>	-103,9%	839,8%	239,8%	-1,7%	-40,4%	63,6%	41,2%
<i>marża EBIT</i>	5,6%	23,9%	27,3%	47,4%	15,1%	32,9%	34,5%
Wynik na działalności finansowej	-8,9	2,3	-6,5	-18,9	-18,2	-16,5	-9,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-5,6	33,6	100,2	86,0	44,4	85,7	135,2
Podatek dochodowy	12,8	-5,6	-20,9	-21,3	-8,4	-16,3	-25,7
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-43,4	70,8	-1,4	-1,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	7,2	98,8	77,8	63,6	35,9	69,5	109,5
<i>zmiana</i>	-	-372,0%	-21,2%	-18,2%	-43,5%	93,3%	57,7%
<i>marża</i>	12,2%	75,1%	19,9%	28,8%	8,7%	22,3%	26,1%
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
EBITDA	5,8	33,0	108,7	106,9	64,4	104,2	146,3
<i>zmiana</i>	-107,1%	468,9%	229,0%	-1,6%	-39,8%	61,7%	40,5%
<i>marża EBITDA</i>	9,8%	25,1%	27,8%	48,3%	15,6%	33,5%	34,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1
EPS	1,0	7,0	4,3	2,9	1,6	3,1	4,4
CEPS	1,4	7,1	4,4	3,0	1,7	3,2	4,4
ROAE	37,2%	22,1%	8,9%	6,2%	3,1%	5,8%	8,1%
ROAA	1,9%	11,0%	5,1%	3,3%	1,8%	3,4%	4,9%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	2 022,5	1 873,6	2 192,8	2 309,7
Majątek trwały	201,0	223,4	298,3	478,0	510,8	724,2	933,7
WNIIP	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Wartość firmy	117,8	146,4	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Rzeczowe aktywa trwałe	34,9	16,4	17,7	16,8	16,8	16,8	16,8
Inwestycje długoterminowe	12,4	31,7	115,5	293,4	322,1	521,3	716,1
Pozostałe	35,9	28,7	24,8	27,6	31,6	45,8	60,6
Majątek obrotowy	339,7	1 029,5	1 509,5	1 544,5	1 362,7	1 468,6	1 375,9
Zapasy	147,4	884,8	1 343,7	1 300,6	1 104,9	1 156,7	789,2
Należności	137,5	85,4	69,4	63,3	39,7	29,8	45,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9	1,7	12,9	15,4	15,4	15,4	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54,0	32,7	31,2	59,1	96,8	160,7	434,8
Inne	0,0	25,0	52,3	106,0	106,0	106,0	106,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	2 022,5	1 873,6	2 192,8	2 309,7
Kapitał własny	86,2	807,6	937,5	1 126,7	1 162,6	1 232,1	1 462,1
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	78,1	208,5	509,9	449,1	569,6	849,6	729,1
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	55,7	176,9	486,7	403,9	524,4	804,4	683,9
Rezerwy	22,4	31,7	23,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Zobowiązania krótkoterminowe	376,4	236,8	360,5	446,7	141,4	111,1	118,5
Pożyczki i kredyty, obligacje	165,4	144,0	130,9	325,6	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	164,1	76,9	196,1	81,2	101,4	71,2	83,0
Inne	46,9	15,9	33,5	40,0	40,0	40,0	35,5
Dług	221,1	320,9	617,6	729,5	524,4	804,4	683,9
Dług netto	167,1	288,2	586,4	670,3	427,6	643,7	249,1
(Dług netto / Kapitał własny)	194,0%	35,7%	62,6%	59,5%	36,8%	52,2%	17,0%
(Dług netto / EBITDA)	28,8	8,7	5,4	6,3	6,6	6,2	1,7
BVPS	12,3	57,2	51,8	51,0	52,6	55,7	58,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-87,4	-182,8	-252,5	-86,4	270,3	-101,3	382,1
Zysk netto	-36,3	98,8	77,8	63,6	35,9	69,5	109,5
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Kapitał obrotowy	-17,4	-174,1	-323,4	-66,2	239,6	-72,2	363,2
Pozostałe	-36,1	-109,1	-8,9	-85,9	-7,1	-100,5	-92,5
Przepływy inwestycyjne	9,3	-19,4	-35,2	-37,6	-9,4	-98,2	-98,8
CAPEX	2,3	-2,5	-3,3	-0,3	-9,4	-98,2	-98,8
Inwestycje kapitałowe	7,4	-12,4	3,2	-8,8	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-4,5	-35,2	-28,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	114,3	180,9	286,2	152,0	-223,2	263,5	-9,2
Emisja akcji	48,4	0,0	0,0	77,7	0,0	0,0	120,5
Dług	68,6	190,5	294,9	-46,5	-205,1	280,0	-120,5
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,7	-9,6	15,0	155,8	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	36,2	-21,3	-1,6	28,0	37,6	63,9	274,1
Środki pieniężne na koniec okresu	54,0	32,7	31,2	59,1	96,8	160,7	434,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				0,0	261,5	-188,5	285,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,9%	1,9%	0,8%	0,2%	2,3%	31,6%	23,6%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	38,0	5,6	9,1	13,7	24,2	12,5	9,0
P/CE	28,3	5,5	8,9	13,2	23,0	12,2	8,9
P/BV	3,2	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/S	4,6	4,2	1,8	3,9	2,1	2,8	2,4
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,2%	-12,5%	23,1%
EV/EBITDA	76,2	25,5	11,9	14,4	20,1	14,5	8,4
EV/EBIT	132,5	26,9	12,2	14,7	20,7	14,8	8,6
EV/S	7,4	6,4	3,3	7,0	3,1	4,9	2,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	39,3						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1
MC (mln PLN)	275,3	554,8	711,7	868,8	868,8	868,8	987,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	442,4	843,0	1 298,1	1 539,1	1 296,4	1 512,5	1 236,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil 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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Polnordu za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.



Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Dom Development

Rekomendacja	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-05	2010-02-03	2010-03-05
kurs z dnia rekomendacji	42,70	44,59	44,00	41,40	51,00
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	38148,50	39904,02	39885,37

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące J.W. Construction

Rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-11-12	2009-12-02	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	12,00	11,66	12,26	11,26	15,80
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	39879,92	39905,57	43562,01

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polnord

Rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-12-15
kurs z dnia rekomendacji	45,00	37,43	31,77
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	39769,97