

7 stycznia 2011

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

P/E 2011	11,6
P/E 2012	7,8
WIG Deweloperzy	2 693

Rynek deweloperski mieszkań

Czy wyniki 2012 roku są bez znaczenia?

W ostatnich dwóch miesiącach akcje deweloperów mieszkaniowych zachowywały się gorzej niż rynek. Mimo to, fundamenty sektora wyglądają lepiej, niż zakładaliśmy w ostatnim raporcie sektorowym. Nie wystąpił zakładany w prognozach z kwietnia 2010 roku wzrost kosztów budowy o 7% r/r. Nie przewidujemy, aby ich wzrost w 2011 roku był wyższy, niż poziom inflacji. W segmencie budownictwa kubaturowego popyt na usługi firm nie wzrośnie r/r (wzrost popytu w segmencie komercyjnym, spadek w sektorze publicznym). W wynikach spółek rezultaty finansowe wygenerowane na oddaniach mieszkań w nowych inwestycjach zobaczymy najwcześniej w Q3 2011. W wybranych spółkach (np. Dom Development) wyniki H1 2011 będą słabe. Z dużą dokładnością można jednak zaprognozować poprawę wyników w H2 2011. Z czynników ryzyka, zwracamy uwagę, że bardzo duża rentowność inwestycji skłania deweloperów do rozpoczynania nowych projektów. Powoduje to, że może w przyszłości wystąpić ryzyko powstania nadpodaży lokali. Deweloperzy są stosunkowo optymistyczni, z drugiej strony, ich plany ograniczają czynniki rynkowe, finansowe i administracyjne. Uważamy, że popyt na mieszkania nie jest czynnikiem ryzyka. W wybranych miastach nadal małe mieszkania sprzedają się szybko, drogo i na wstępnym etapie budowy, a duże wolno i na późnym etapie zaawansowania prac. W tym roku popyt na lokale z rynku pierwotnego wzrośnie, kosztem rynku wtórnego (coraz atrakcyjniejsza oferta deweloperów). Liczymy na wzrost sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym o 10% r/r. Rekomendujemy przeważanie sektora deweloperskiego mieszkań. Spółki oferują duży potencjał wzrostowy. Preferujemy walory Robyga, Polnordu i Dom Development (w kolejności potencjału wzrostu kursu).

	9MTP	Rekomendacja
Dom Development	54,4	Kupuj
J.W. Construction	16,3	Trzymaj
Polnord	43,5	Kupuj
Robyg	2,59	Kupuj

	9MTP	Potencjał zmiany
Dom Development	54,4	31,1%
J.W. Construction	16,3	5,2%
Polnord	43,5	35,1%
Robyg	2,59	39,2%

* ceny z zamknięcia 05.01.2011

Strategia dotycząca sektora

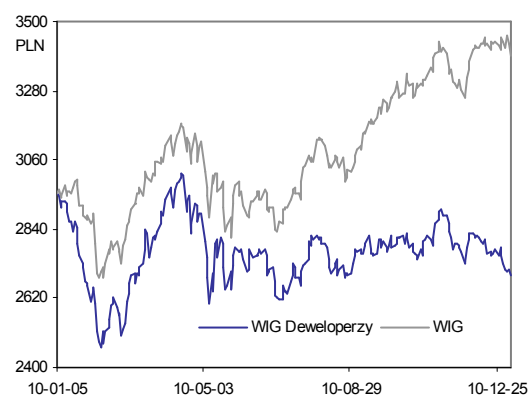
Perspektywy sektora mieszkaniowego postrzegamy stosunkowo pozytywnie. Marże dla nowych projektów są wysokie, popyt zaś powinien być stabilny. Największym ryzykiem jest możliwość wzrostu podaży nowych lokali, największą szansą - wyniki 2012 roku, których naszym zdaniem wyceny giełdowych spółek nie dyskontują. Neutralnie zapatrujemy się na J.W. Construction, gdyż perspektywy tej spółki są w dużej mierze zdyskontowane. Pozytywnie postrzegamy Dom Development, Polnord i Robyg, a także wybrane inne spółki z sektora. Rekomendujemy przeważanie deweloperów mieszkaniowych.

Brzydkie kaczątko GPW?

Kursy giełdowe wskazują, że rynek nie dyskontuje wyników 2012 roku, a je naszym zdaniem z dużą trafnością można przewidzieć (rezultaty inwestycji rozpoczynanych w H2 2010 i H1 2011). Uwaga koncentruje się na wynikach sprzedaży, a one na razie nie wzrosły. Liczymy, że wzrost sprzedaży będzie mieć miejsce w 2011 roku, tak na całym rynku pierwotnym (kosztem rynku wtórnego), jak i w przypadku powiększenia się oferty spółek o atrakcyjne, zdywersyfikowane projekty. Pozytywnie oceniamy przejrzystość i przewidywalność spółek. Wybrane spółki, jak na przykład Dom Development, nawet z nawiązką realizują swoje zapowiedzi i obietnice.

Ciekawy sygnał z rynku IPO

Opinia, że zaraz na GPW pojawi się wiele nowych, atrakcyjnie wycenionych deweloperów, jest naszym zdaniem niestuszną. Ostatnio zawieszono postępowania spółek MLP Group i AFI Europe. Nasze doświadczenia wskazują na to, że właściciele firm wyceniają swoje biznesy znacznie wyżej, niż to, co oferują wyceny giełdowe. Sądzymy, że opinia ta wynika nie z przyzwyczajenia do wycen z 2007 i 2008 roku, lecz z realnych oczekiwań wyników finansowych i przepływów pieniężnych.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	12,4	7,9	7,4	11,6	5,9	4,9
J.W. Construction	8,7	11,4	5,9	7,7	10,7	6,8
Polnord*	12,1	7,1	6,5	11,5	6,2	5,5
Robyg	13,4	4,8	5,8	15,9	4,7	6,2

* EV/EBITDA - wskaźnik skorygowany

Czy obawy o perspektywy sektora są uzasadnione?

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy notowania WIG-u wzrosły o 4,1%, znacznie gorzej zaś niż rynek zachowywały się notowania deweloperów mieszkaniowych. Zjawisko to jest dla nas o tyle zaskakujące, że nie widzimy pogorszenia się fundamentów branży, a spółki pozostają tanie, tak pod względem absolutnym, jak i w porównaniu do innych sektorów (wyniki 2012 roku nie są naszym zdaniem dyskontowane). Notowane na GPW spółki z sektora nieruchomości komercyjnych nie doświadczyły dużego spadku notowań, podobnie jak notowania zagranicznych deweloperów mieszkaniowych.

Poniżej prezentujemy zmiany kursów deweloperów od początku listopada 2010, jak i odpowiadamy na większość obaw dotyczących perspektyw sektora.

Zmiany kursów deweloperów od początku listopada 2010

Spółka	Zmiana kursu	Wiadomości ze spółki
Dom Development	-10,2%	Pozytywne
J.W.Construction	-13,9%	Neutralne
Polnord	-15,5%	Neutralne
Robyg	-7,0%	Neutralne
Gant Development	-14,2%	Neutralne/lekko negatywne
LC Corp	-9,8%	Neutralne
Ronson	-6,3%	Neutralne
Triton Development	5,3%	Neutralne
Marvipol *	-3,7%	Neutralne
Wikana *	9,1%	Neutralne
Mediana	-8,4%	Neutralne
WIG	4,1%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * spółka niepełna

Poprawa sprzedaży mieszkań nie nastąpi?

Czynniki ryzyka i obawy

Pojawiają się głosy, że oczekiwane przez deweloperów wzrosty sprzedaży mieszkań w kolejnych kwartałach i latach mogą być nie możliwe do osiągnięcia. Taki scenariusz może prowadzić do podważenia prognoz wyników finansowych deweloperów. Brak wzrostu sprzedaży lokali ma wynikać z braku poprawy po stronie popytowej (oczekiwany wzrost VAT-u o 1 punkt procentowy oraz możliwa niekorzystna rewizja programu Rodzina na Swoim). W przypadku programu Rodzina na Swoim, możliwe jest obniżenie limitów cen lokali uprawniających do uczestnictwa w programie, co związane jest z:

- spadkiem historycznych kosztów budowy nowych inwestycji;
- korektą współczynnika, o który limit cenowy w programie może przewyższać koszty budowy (zapowiedź redukcji wskaźnika z 1,4 do 1,2).

ZBP prognozuje, że wolumen udzielonych kredytów hipotecznych w 2011 roku pozostanie bez zmian r/r i wyniesie ok. 50 mld PLN. Prognoza ta wskazuje, że sprzedaż mieszkań na rynku wtórnym i pierwotnym prawdopodobnie też pozostanie bez zmian.

Odpowiedź: wzrost sprzedaży możliwy kosztem rynku pierwotnego

Zgadza się z opinią, że sprzedaż lokali na całym rynku nie wzrośnie w 2011 roku. Jednocześnie sądzimy, że wyniki sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym mogą rosnąć kosztem rynku wtórnego. Zwracamy uwagę, że:

- Struktura oferty na rynku wtórnym nie zmieni się (nadal te same mieszkania, sporo lokali w starych budynkach, wymagających poważnego remontu).
- Oferta deweloperów będzie coraz lepsza (coraz więcej małych lokali, które najłatwiej znajdują nabywców, więcej lokali o standardzie popularnym, bardziej zaawansowane budowy, lepsze rozkłady mieszkań,...).
- Deweloperzy są skłonni stymulować podaż akcjami promocyjnymi bądź rabatami.

- Rynek wtórny niechętnie oferuje znaczne obniżki cen (mieszkanie na rynku wtórnym ma duży wymiar „sentymalny”).
- Nie ma w Polsce presji czasowej na sprzedaż lokali z rynku wtórnego (brak prawa pozwalającego na szybką eksmisję osób zalegających ze spłatą rat kredytu).

Pytaniem może być to, o ile może wzrosnąć sprzedaż na rynku pierwotnym kosztem rynku wtórnego. Nie ma wiarygodnych statystyk prezentujących sprzedaż na rynku wtórnym (konieczne zliczanie aktów notarialnych). Szacujemy, że obecnie sprzedaż na rynku wtórnym jest porównywalna lub wyższa od sprzedaży na rynku pierwotnym dla największych miast (np. Warszawa).

Na warszawskim rynku pierwotnym deweloperzy w 2011 roku sprzedadzą około 10,5 tys. lokali. Efektywność sprzedaży na rynku warszawskim sięga 15%, co oznacza, że średnio mieszkanie na rynku pierwotnym sprzedaje się w 1 rok i 8 miesięcy (przy cyklu budowy rzędu 1,5 roku). Na rynku wtórnym na odmianną, średni czas sprzedaży mieszkania to około 120 dni. Sądzymy, że w 2011 roku możliwy jest scenariusz, w którym czas potrzebny na sprzedaż lokalu na rynku pierwotnym skróci się o 10% (do 1,5 roku), a na rynku wtórnym wydłuży o 10% (do 132 dni).

Skala makro a skala mikro: sprzedaż w poszczególnych lokalizacjach

W analizach wyników i sprzedaży deweloperów preferujemy skalę mikro, tzn. analizujemy możliwe do wygenerowania wyniki sprzedaży, w zależności od dywersyfikacji lokalizacji. Wyniki sprzedaży w danej lokalizacji są pochodną wielkości oferty oraz jej atrakcyjności. Przykładowo, w danej lokalizacji na Białołęce deweloper jest w stanie sprzedać około 300 mieszkań w ciągu roku. Budowa projektu złożonego z 600 lokali wymuszałaby albo długi okres sprzedaży projektu, albo stosowanie agresywnych ulg cenowych.

Bardzo dobrą dywersyfikacją inwestycji charakteryzuje się Dom Development (8 różnych lokalizacji, w których deweloper jest w stanie sprzedawać rocznie średnio po około 250 lokali. Przykładem słabej dywersyfikacji jest inwestycja Ganta w Opolu na ponad 200 lokali, czy planowana inwestycja J.W. Construction na Białołęce na ok. 596 lokali.

Nasze prognozy zakładają wzrost sprzedaży mieszkań na całym rynku pierwotnym o 10%. Sytuacja w poszczególnych spółkach może być zróżnicowana. Zaoferowanie klientom wielu atrakcyjnych, zdywersyfikowanych projektów, może pozwolić na ponadprzeciętny wzrost sprzedaży. Przykładowo, w przypadku Dom Development, zakładamy wzrost sprzedaży mieszkań z 1433 w roku 2010 do 2086 w 2011 roku (+45,6%). W tym samym czasie zakładamy powiększenie się oferty spółki o 43,9% (z 1609 do 2315 lokali).

Spadek sprzedaży mieszkań może występować w przypadku wybranych graczy, którzy zdecydują się na wycofanie z rynku krajowego (m.in. zagraniczni deweloperzy o dużym zadłużeniu, oferujący grunty na sprzedaż, a także mali lokalni deweloperzy o dużym zadłużeniu).

Małe mieszkania nadal szybko znajdują nabywców, a duże się nie sprzedają

Małe mieszkania nadal sprzedają się bardzo dobrze. Klienci są bardzo wrażliwi na możliwość uzyskania atrakcyjnej ceny zakupu i są nawet gotowi kupować małe lokale po atrakcyjnej cenie na etapie dziury w ziemi. Przykładem może być inwestycja Osiedle Zdrowa Robyga, gdzie na etapie dziury w ziemi deweloper sprzedał około 60% lokali. Na wczesnym etapie budowy bardzo dobrze sprzedawała się również inwestycja Saska Dom Development, czy Osiedle Śliczna 2 Instal Kraków. Podobny sukces, zważywszy na niską cenę sprzedaży lokali, może powtórzyć inwestycja Dom Development Osiedle Wilno, czy też kolejne etapy projektu Osiedle Zdrowa Robyga.

W tym samym czasie, duże mieszkania nadal sprzedają się bardzo słabo (efektywność sprzedaży <10%). Związane jest to z wysoką ceną jednostkową. Z uwagi na istotne koszty utrzymania, deweloperzy skłonni są obniżyć ceny nie sprzedanych dużych lokali w celu stymulowania sprzedaży. Z takim efektem mieliśmy do czynienia w Q3 2010, gdy w okresie typowo wakacyjnym, nie sprzyjającym transakcjom, sprzedaż na rynku 6 największych miast kraju wzrosła o 6% q/q.

Wyniki sprzedaży za Q2 i Q3 2010 są zbliżone do naszych oczekiwań

W porównaniu do prognoz z kwietnia 2010 roku, wyniki sprzedaży mieszkań w Q2 i Q3 są zbliżone do naszych oczekiwań. Szczególnie małe odchylenia występują w przypadku Dom Development.

Znacznie lepiej niż prognozowaliśmy prezentuje się sprzedaż w J.W. Construction za Q3 2010, tu jednak mamy do czynienia z nie uwzględnionym przez nas w prognozie zjawiskiem powrotu mieszkań sprzedanych w poprzednich latach w systemie 10/90 do oferty. Zjawisko dotyczy m.in. inwestycji Górczewska Park i Lewandów Park. Szacowaliśmy, że oferta mieszkań dewelopera na koniec Q3 2010 będzie na poziomie około 930 lokali, tymczasem, wynosi ona około 1,5 tys. mieszkań. W zestawieniu z prognozowanymi i faktycznymi wynikami sprzedaży lokali, oznacza to, że spółka zanotowała około 665 nie uwzględnionych w prognozie zwrotów. Zwroty te dotyczą przeszłych okresów (głównie 2009 roku).

Większa oferta w Q3 2010, w dodatku zawierająca małe, gotowe lokale, była źródłem wyższej sprzedaży w J.W. Construction. Przełożenie na wyniki finansowe w stosunku do prognoz jest jednak negatywne (opóźnienie przepływów pieniężnych i rozpoczęcia nowych projektów).

W Polnordzie wyniki sprzedaży w Q2 2010 były istotnie niższe, niż zakładaliśmy, co wynika tak z późniejszego niż zakładane wprowadzenia do oferty nowych projektów, jak i z wolniejszej sprzedaży mieszkań dużych oraz lokali w projektach w mniejszych miastach. W Q3 2010 już za to wyniki były nieznacznie wyższe od naszych prognoz.

Sprzedaż mieszkań w Q2 i Q3 2010 a prognozy

Spółka	Q2 2010: wynik	Q2 2010: prognoza	Q3 2010: wynik	Q3 2010: prognoza
Dom Development	312	315	319	307
J.W. Construction	270	297	345	223
Polnord	136	244	273	251

Źródło: Spółki, DI BRE Banku S.A. (raport sektorowy z kwietnia 2010)

Wyniki sprzedaży mieszkań w Q3 2010

Miasto	Sprzedanych lokali	Dynamika sprzedaży q/q
Warszawa	2 703	11%
Kraków	1 221	35%
Wrocław	945	0%
Trójmiasto	990	21%
Poznań	513	-36%
Łódź	329	-21%
Suma	6 701	6%

Źródło: REAS

Jak mogą wyglądać wyniki sprzedaży mieszkań w Q4 2010

Obecnie jedynie kilku deweloperów podało wyniki sprzedażowe za październik i listopad. Gant sprzedał w październiku 69 lokali, w listopadzie – 81, zaś w grudniu 97 lokali.

Robyg sprzedał w październiku 49 lokali, w listopadzie 61 lokali, zaś w grudniu 30 lokali. Wzrost sprzedaży w listopadzie wynika z prowadzonej akcji promocyjnej, dotyczącej dużych lokali w inwestycjach na Wilanowie. Akcja miała miejsce w ostatnim tygodniu listopada. Łącznie w 2010 roku deweloper sprzedał 542 lokale (w Q4 2010: 140). Jest to mniej, niż zakładała nasza prognoza (po bardzo dobrym Q2 2010, oczekiwaliśmy sprzedaży 651 lokali w całym 2010 roku). Przyczyną niższej sprzedaży jest mniejsza niż oczekiwana liczba transakcji na rynku Trójmiejskim, na którym deweloper pojawił się z ofertą na przełomie 2009 i 2010 roku. Nazwalibyśmy to efektem niskiej rozpoznawalności marki Robyg na nowym rynku. Efekt ten z czasem powinien wygasać, nie powinien też mieć wpływu na prognozy wyników finansowych.

Polnord w październiku sprzedał 63 mieszkania netto, a w listopadzie 60 mieszkań, co oznacza ponowny spadek sprzedaży, w porównaniu do docelowego poziomu około 100 lokali sprzedawanych miesięcznie. Naszym zdaniem za niską sprzedaż odpowiada tak niska sprzedaż dużych lokali, jak i brak atrakcyjnych promocji dla klientów. W kolejnych miesiącach, wraz z oczekiwanym poluzowaniem polityki cenowej w przypadku gotowych lokali, oczekujemy wzrostu sprzedaży.

W przypadku Dom Development, zakładamy, że Q4 2010 przyniesie wzrost sprzedaży mieszkań. Zakładamy, że w ostatnim kwartale roku deweloperowi uda się zbyć 409 lokali. Wzrost sprzedaży będzie wynikał z wprowadzenia do oferty dwóch nowych inwestycji (Przy Ratuszu, Osiedle Wilno).

Wzrośnie podaż mieszkań?

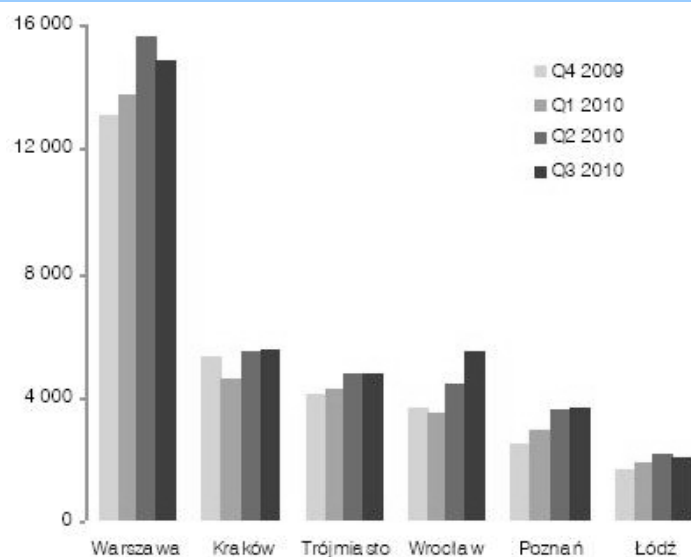
Czynniki ryzyka i obawy

Wysokie marże brutto na sprzedaży, możliwe do osiągnięcia w przypadku realizacji nowych inwestycji, zachęcają do zakupu działek i rozpoczynania nowych projektów. W dodatku, dla wielu firm jedynym sposobem na zamianę posiadanego gruntu na rozsądną kwotę gotówki jest realizacja inwestycji deweloperskiej. Zagraniczni deweloperzy w okresie hossy nabyli wiele gruntów, na których mogą realizować nowe projekty. W efekcie, istnieje ryzyko, że liczba wprowadzanych do oferty lokali będzie większa, niż poziom bieżącej sprzedaży. Scenariusz taki negatywnie wpływałby na tempo sprzedaży mieszkań. W przypadku dużej nadpodaży lokali na rynku pierwotnym, możliwy jest też negatywny wpływ na realizowane przez spółki marże.

Pochodna optymizmu deweloperów i bazy gruntów

Wielkość oferty na rynku pierwotnym w dużej mierze jest pochodną działań deweloperów, a te z kolei bazują na oczekiwaniach. Uważamy, że nastroje deweloperów nadal są relatywnie pozytywne, przy czym nie aż tak, jak w poprzednich kwartałach. Przedstawiciele spółek nie oczekują już istotnych wzrostów cen mieszkań. Drugim czynnikiem wpływającym na ilość rozpoczynanych projektów jest posiadany bank ziemi. Ziemia nie generuje dodatknych przepływów pieniężnych, w efekcie, logicznym krokiem jest rozpoczęcie nowych inwestycji na posiadanych gruntach, nawet tych nabytych po wysokich cenach. Oczekujemy, że w 2011 roku ilość rozpoczynanych nowych inwestycji może być zbliżona lub nieznacznie wyższa od bieżącej sprzedaży. Tak było w Q3 2010. Duży przyrost oferty miał miejsce w Q1-Q2 2010, co nie powinno zaskakiwać (uruchomienie projektów wstrzymanych z uwagi na kryzys finansowy, zakończenie okresu zimowego).

Wielkość oferty mieszkań na rynku pierwotnym



Źródło: REAS

Czynniki samoregulujące w branży

Istnieje szereg czynników, które wpływają na ograniczenie presji konkurencyjnej po stronie podaży. Wymienić można głównie ograniczenia administracyjne, ograniczenia finansowe, brak istotnych wejść nowych graczy na rynek oraz samą specyfikę branży. Ograniczenia administracyjne to głównie długość procedury związanej z uchwalaniem planów miejscowych i warunków zabudowy. Ograniczenie to wpływa m.in. na opóźnienie w rozpoczynaniu inwestycji przez J.W. Construction. Do tego dodać należy ryzyko protestów społecznych, które szczególnie zyskuje na wadze w przypadku inwestycji realizowanych w centrach miast. Pozwolenia na budowę dla inwestycji, które rozpoczęły się w 2010 roku, pozyskane były głównie w okresie H2 2008-2009 (okres wstrzymania rozpoczynania nowych projektów). Pozwolenia na budowę inwestycji, które rozpoczną się w 2011 roku, pozyskiwane są już na bieżąco.

Ograniczeniem finansowym jest polityka banków. W interesie banków jest utrzymywanie rynku nieruchomości w stanie równowagi (chodzi tak o stabilność wzrostu portfela kredytów, jak i o jakość zabezpieczeń kredytów). Banki nadal nie są skłonne do bardzo

szerokiego kredytowania deweloperów, ograniczając się do wieloletnich klientów i dużych, płynnych, bezpiecznych spółek. Alternatywą dla kredytowania z banków jest rynek obligacji. Oferuje on dostęp do bardziej elastycznych środków, często jednak kosztem wyższych odsetek. Aktywność deweloperów na rynku obligacji jest spora, choć warto zauważyć, że z niewielkimi wyjątkami, ograniczona do firm giełdowych.

Nie zauważamy, aby na rynku pojawiła się istotna ilość nowych deweloperów. Na rynku funduszy próby pozyskiwania środków na nabycie nieruchomości portfelowych bądź prowadzenie działalności deweloperskiej, nie zakończyły się wielkim sukcesem. Liczba deweloperów mieszkaniowych, którzy pozyskali ostatnio środki z GPW jest ograniczona (Robyg, ED Invest). Wejście kolejnych deweloperów mieszkaniowych na GPW przy obecnych poziomach wycen może być utrudnione (kwestię poruszamy w dalszej części raportu). Jednocześnie, część „jednorazowych” deweloperów ma trudności z kontynuacją działalności. Na rynku mają miejsce zjawiska konsolidacyjne.

Ostatnim czynnikiem zapobiegającym dużemu wzrostowi podaży mieszkań jest specyfika branży. Każdy deweloper planuje ofertę, biorąc pod uwagę głównie dotychczasową sprzedaż. Przykładowo, deweloper sprzedający rocznie 250 mieszkań miesięcznie w danej części Warszawy, nie rozpocznie kolejnego projektu o takich samych charakterystykach, gdyż wiązałoby się to z wystąpieniem efektu kanibalizacji. Poszczególne spółki chcą mieć ofertę w poszczególnych segmentach i grupach produktów (np. małe mieszkania za 6000 PLN/m² na Białołęce, czy średnie mieszkania za 8000 PLN/m² na Woli).

Ceny mieszkań nie wzrosną?

Czynniki ryzyka i obawy

W sytuacji równowagi podaży i popytu, lub nieznacznej nadwyżki podaży nad popytem (możliwość wzrostu wielkości oferty na rynku), trudno mówić o możliwości wzrostu cen mieszkań. W przypadku powstania istotnej nadpodaży na rynku, może być mowa nawet o spadku cen lokali. Może to budzić obawy, że koszty budowy będą rosły, ceny mieszkań zaś nie.

Koszty budowy nie wzrosły, brak wzrostu w kubaturze

Koszty budowy nie wzrosły istotnie r/r. W naszym scenariuszu z kwietnia 2010 zakładaliśmy wzrost kosztów budowy o 7% r/r w roku 2010. Przyjmowane przez nas założenia dotyczące cen sprzedaży lokali również były konserwatywne. W efekcie, obecne prognozy wyników deweloperów prezentują istotnie wyższe, niż wcześniej oczekiwane marże. Marże dla nowych projektów sięgają obecnie przeciętnie 25-30% brutto na sprzedaży, tzn. są wyższe, od poziomu, który naszym zdaniem jest naturalny dla branży (20-25% brutto na sprzedaży). W horyzoncie roku 2012 i kształtujących go kosztów budowy i cen lokali, zakładamy realny, rynkowy poziom, tak kosztów budowy, jak i cen sprzedaży. W latach kolejnych przyjmujemy konwergencję do niższych poziomów marż (20-25% brutto).

Co z akcją kredytową banków?

Czynniki ryzyka i obawy

Perspektywy sektora deweloperskiego mieszkań w bardzo dużym stopniu zależą od sytuacji sektora bankowego, a konkretnie od wolumenów i kosztu kredytów hipotecznych i inwestycyjnych. W przypadku ponownego wyhamowania akcji kredytowej, jak na przełomie 2008 i 2009 roku, w pierwszej kolejności ucierpieć może popyt (kredyty hipoteczne). Następnie, ucierpieć może podaż (brak kredytów inwestycyjnych). Scenariusz dla rynku mógłby być podobny, jak w 2009 roku i oznaczać spadek cen lokali. Deweloperzy są jedną z branż charakteryzujących się dużą dźwignią operacyjną, z uwagi na znaczne koszty ogólne ponoszone przez spółki i dużą wrażliwość wyników finansowych na zmiany cen lokali i kosztów budowy.

Ale to scenariusz podwójnego dna kryzysu...

Potencjalne zaskoczenia negatywne musiałyby przyjść z rynków zagranicznych i być na tyle istotne, aby wpłynąć na zmianę polityki banków w kraju. Mówimy więc albo o powrocie paniki związanej z ryzykami płynnościowymi, albo o dużym wzroście stóp procentowych. Scenariusz podwójnego dna kryzysu bez wątpienia negatywnie wpłynąłby na perspektywy i notowania deweloperów, ale jednocześnie nie oszczędziłby też innych branż. W takim scenariuszu najlepiej nie mieć żadnych akcji, nie tylko akcji deweloperów.

Ryzyko wzrostu stóp procentowych

Ryzykiem dla branży deweloperskiej jest możliwy wzrost stóp procentowych. Scenariusz taki wpłynąłby na wzrost kosztu kredytu, a co za tym idzie – może negatywnie wpływać na transakcje na rynku nieruchomości. Dla 30-letniego kredytu o wartości 300 tys. PLN, na skutek wzrostu WIBOR 3M ze średnio 3,83% do 4,17% średnia wielkość raty rośnie o około 100 PLN.

Prognozy stóp procentowych

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
Stopa referencyjna (na koniec okresu)	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,50	4,25	4,75
Stopa referencyjna (średnia w okresie)	5,78	5,34	4,06	4,40	5,72	3,77	3,50	3,92	4,50
zmiana R/R	0,10	-0,44	-1,28	0,34	1,32	-1,95	-0,27	0,42	0,58
3M WIBOR (średnia w okresie)	6,11	5,19	4,13	4,63	6,26	4,32	3,83	4,17	4,75
zmiana R/R	0,51	-0,92	-1,06	0,51	1,63	-1,94	-0,49	0,33	0,58
Spread (średnia w okresie)	0,33	-0,15	0,07	0,23	0,54	0,55	0,33	0,25	0,25

Źródło: REAS

Pojawi się podaż akcji nowych deweloperów?

Czynniki ryzyka i obawy

Ostatnio znaczna liczba spółek stara się o notowanie akcji nowej emisji na GPW. Wśród tych spółek znajduje się sporo deweloperów, co może rodzić nadzieję na zakup akcji z dyskontem do wycen rynkowych. W ramach sektora mieszkaniowego, ostatnio miały miejsce emisje akcji Robyga i ED Invest. W ramach sektora komercyjnego, do skutku doszła emisja Rank Progress (IPO) i PA Nova (SPO), nie udało się emisja MLP Logistic Parks i AFI Europe.

Brak sukcesów IPO, gdyż spółki wyceniają się wyżej

Z naszych doświadczeń wynika, że przeważająca większość deweloperów wycenia swój biznes wyżej, niż średnia wycen rynkowych spółek z branży. Wyjątkiem jest sektor komercyjny, gdy obiektem porównań jest GTC. Właściciele spółek dostrzegają, jak duże ilości gotówki generuje działalność deweloperska przy braku większych zakupów gruntów – czynnik ten bywa niedostrzegany przez rynek. Nie liczymy na znaczną liczbę transakcji o wycenie uwzględniającej znaczne dyskonta do wartości aktywów. W najlepszym przypadku, nowa spółka jest gotowa sprzedać się po kwocie odpowiadającej wartości aktywów i „podzielić przyszłymi zyskami z nowymi akcjonariuszami”.

Od sytuacji tej dostrzegamy dwa wyjątki. Po pierwsze, zawyżona księgową wycena aktywów może oferować pozorne dyskonta do NAV. Chodzi tak o wycenę obiektów komercyjnych, jak i wycenę gruntów. Standardy MSR dotyczące odpisów wyceny gruntów są bardzo łagodne. Wycena gotowych aktywów komercyjnych w dużej mierze bazuje na zakładanych stopach kapitalizacji.

Po drugie, część spółek z branży posiada obecnie zbyt duży bank ziemi, duży dług, ponosi spore koszty ogólne i nie posiada wielu aktywów generujących pozytywne przepływy pieniężne. Przykładowo, całe dodatnie przepływy pieniężne w takiej sytuacji przeznaczone mogą być na obsługę kosztów ogólnych i kosztów zarządu. W takim przypadku, jedynym wyjściem dla dewelopera jest sprzedaż części gruntów (o co trudno, gdyż na rynku brakuje nabywców), lub pozyskanie środków z nowej emisji akcji, nawet kosztem dyskonta do NAV.

Przecena w Polsce nie ma odzwierciedlenia za granicą

Przecena deweloperów mieszkaniowych w Polsce nie znajduje odzwierciedlenia w przecenie spółek z branży za granicą. Poniżej prezentujemy zmiany kursów zagranicznych deweloperów mieszkaniowych za okres ostatnich 6 miesięcy. Uważamy, że przecena polskich deweloperów mieszkaniowych raczej nie została dostrzeżona za granicą. Dla inwestorów zagranicznych polskie spółki z branży są relatywnie małe i nie płynne. Polscy inwestorzy też raczej nie interesują się znacząco zagranicznymi spółkami deweloperskimi z sektora mieszkaniowego.

Zmiany kursów deweloperów mieszkaniowych za granicą w ciągu 6 mies.

Spółka	Główny kraj działalności	Zmiana kursu (%)
Nexity	Francja	49,3%
Kaufman & Broad	Francja	45,9%
Barratt Developments	UK	2,0%
Bellway	UK	16,1%
Berkeley Group Holdings	UK	19,8%
Bovis Homes	UK	31,5%
Persimmon	UK	27,3%
Taylor Wimpey	UK	30,9%
Beazer Homes	USA	64,1%
D.R. Horton	USA	26,9%
Pulte Group	USA	-2,5%
Standard Pacific	USA	45,0%
Toll Brothers	USA	23,7%
JM AB	Szwecja	56,7%
PIK	Rosja	26,7%
PDG Realty	Brazylia	30,2%
Rossi Residencial	Brazylia	6,9%
Even	Brazylia	23,1%
Arco Vara	Estonia	56,2%
GEO Property Group	Australia	0,0%
Ablon	Węgry	1,7%
Mediana		26,9%

Źródło: Bloomberg

Jakie akcje warto mieć w sektorze komercyjnym

Sentyment i okazje inwestycyjne w sektorze komercyjnym

Sentyment do spółek z sektora komercyjnego jest lepszy, niż do spółek z sektora mieszkaniowego, niemniej, rynek również niechętnie w pełni dyskontuje plany inwestycyjne, których finalizacja zakończy się w latach 2012/2013. Z pełnym dyskontowaniem możemy mieć naszym zdaniem do czynienia jedynie w przypadku GTC, przy czym w tym przypadku dochodzi jeszcze efekt uwzględnienia spółki w indeksie WIG20. Dostrzegamy okazje inwestycyjne także w sektorze komercyjnym. Atrakcyjne są naszym zdaniem dwie grupy spółek:

- firmy nie oferujące znacznego dyskonta do bieżącego NAV, ale z dobrze przygotowanym programem inwestycyjnym i możliwością jego finansowania. Z uwagi na niską wartość kapitalizacji, firmy te oferują duże możliwości wzrostu NAV w najbliższych latach. Do grona tych spółek zaliczamy BBI Development, PA Nova;
- firmy oferujące dyskonto do NAV, które nie znajduje fundamentalnego uzasadnienia (duża płynność, dobre aktywa, konserwatywna polityka zarządu). Do grona tych spółek zaliczamy NFI Octava.

Stosunkowo mniej optymistycznie postrzegamy duże spółki (GTC, Echo Investment). Powodem jest to, że firmy te posiadają już spore aktywa, których wzrost wartości jest już w znacznym stopniu zdyskontowany przez rynek. Poza tym, firmy te są duże, więc prowadzenie przedsięwzięć deweloperskich nie wpływa na skokowy wzrost wartości. Istotną rolę grają również wysokie koszty zarządu.

Z rynków zagranicznych tylko Austria jest tania?

W przypadku sektora deweloperskiego często pojawia się argument, że za granicą podobne firmy można nabyć znacznie taniej. Podawany jest przykład firm notowanych na giełdzie w Wiedniu. Mediana wskaźnika P/BV 2010 dla deweloperów notowanych w Wiedniu to 0,70. Problem jednak w tym, że na pozostałych rynkach Europy Zachodniej deweloperzy są wyceniani wyżej.

Mediana P/BV 2010 dla próbki kilkudziesięciu zagranicznych deweloperów komercyjnych to 0,95. Dyskonta w Austrii naszym zdaniem w dużej mierze mogą wynikać z historii sektora w Austrii (Immoeast, Meinel European Land).

Dodatkowo, należy zwrócić uwagę, że wyceny zagranicznych aktywów powstają w oparciu o znacznie niższe stopy kapitalizacji, niż w regionie CEE. Przykładowo, stopy kapitalizacji w Polsce wynoszą średnio około 8%, zaś w Wiedniu około 4,5%. W przypadku wzrostu stóp procentowych, stopy kapitalizacji na rynkach zagranicznych mogą wzrosnąć, co rodzi ryzyka dla wycen nieruchomości.

Spośród spółek notowanych na giełdzie w Wiedniu, czystą ekspozycję na region CEE i SEE, charakteryzujący się wysokimi i przez to bezpiecznymi stopami kapitalizacji ma jedynie Atrium European Real Estate (dawny Meinl European Land; P/BV 2010 = 0,74).

Wskaźnik P/BV zagranicznych deweloperów komercyjnych

Nazwa	Dominujący rynek działalności	Dominujący segment	Spółka notowana w Wiedniu?	P/BV 2010P	P/BV 2011P
ECM Real Estate Development	Czechy	Komercyjny		1,62	1,42
Immofinanz	Austria	Komercyjny	TAK	0,68	0,70
Eurocommercial Properties	Francja, Włochy	Komercyjny		0,03	0,02
Corio	Holandia, Francja	Komercyjny		1,03	1,00
Wereldhave	Belgia, Finlandia	Komercyjny		0,97	1,00
Vastned Offices/Industrial	Holandia, Hiszpania	Komercyjny		0,83	0,89
Nieuwe Steen Investments	Holandia, Szwajcaria	Komercyjny		1,13	1,12
Befimmo Sicafi	Belgia, Luxemburg	Komercyjny		0,95	0,95
Cofinimmo	Belgia	Komercyjny		0,97	0,94
CA Immobilien Anlagen	Niemcy	Komercyjny	TAK	0,63	0,61
Conwert Immobilien Invest	Austria, CEE	Komercyjny	TAK	0,69	0,68
Sparkassen Immobilien	Austria, Niemcy	Komercyjny	TAK	0,74	0,68
Atrium European Real Estate Development	CEE	Komercyjny	TAK	0,74	0,73
Fonciere de Geme at 7eme Arrondissement	Francja	Komercyjny		1,03	1,05
Citycon	Finlandia	Komercyjny		0,90	0,87
Castellum AB	Szwecja	Komercyjny		1,40	1,32
British Land	Wielka Brytania	Komercyjny		1,20	1,01
Mercialys SA	Francja	Komercyjny		1,30	1,26
Segro	Wielka Brytania	Komercyjny		0,83	0,86
Derwent London	Wielka Brytania	Komercyjny		1,16	1,04
Fabege	Szwecja	Komercyjny		1,21	1,15
Hufvudstaden	Szwecja	Komercyjny		1,55	1,49
Unibail Rodamco	Francja	Komercyjny		1,14	1,11
Deutsche Wohnen	Niemcy	Komercyjny		0,97	0,94
Klepierre	Francja, Hiszpania	Komercyjny		1,08	1,07
Warehouses de Pauw	Belgia	Komercyjny		1,21	1,19
Sponda OYJ	Finlandia	Komercyjny		0,95	0,91
Societe Immobiliere de Location	Francja	Komercyjny		0,93	0,91
Fonciere des Murs	Francja	Komercyjny		1,37	1,27
Immobiliare Grande Distribuzione	Włochy	Komercyjny		0,60	0,58
Fonciere de regions	Francja, Włochy	Komercyjny		1,16	1,07
Beni Stabili	Włochy	Komercyjny		0,71	0,70
ICADE	Francja	Komercyjny		1,14	1,20
Gecina	Francja	Komercyjny		0,88	0,82
Metrovacesa	Hiszpania	Komercyjny		0,24	0,27
Impact Developer & Contractor	Rumunia	Komercyjny		0,05	0,05
Deutsche Euroshop	Niemcy, Austria	Komercyjny		1,13	1,11
IVG Immobilien	Austria	Komercyjny		0,76	0,71
DIC Asset	Niemcy	Komercyjny		0,56	0,57
Alstria Office REIT	Niemcy	Komercyjny		0,91	0,91
			Mediana	0,95	0,94
			Średnia	0,91	0,88
			Mediana: spółki wiedeńskie	0,70	0,68
			Średnia: spółki wiedeńskie	0,70	0,68

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

7 stycznia 2011

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	41,5 PLN
Cena docelowa	54,4 PLN
Kapitalizacja	1,02 mld PLN
Free float	0,25 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,41 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	63,10%
Jarosław Szanajca	6,25%
Grzegorz Kiełpsz	5,21%
Pozostali	25,44%

Profil spółki

Dom Development prowadzi działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym na terenie Warszawy. Firma planuje rozpoczęcie nowych inwestycji w innych miastach Polski. Wcześniej spółka działała głównie w segmencie o podwyższonym standardzie, teraz zaś oferuje głównie mieszkania popularne.

Dom Development Kupuj

DOM PW; DOMD.WA

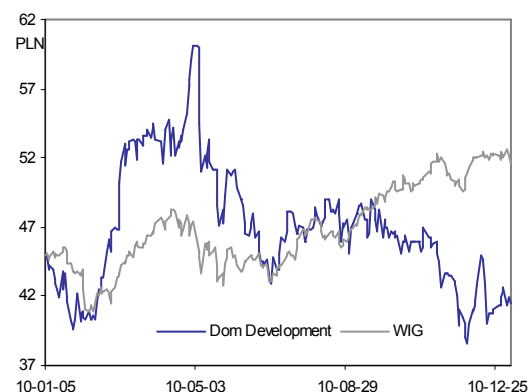
(Podtrzymana)

Dom Development dotrzymuje słowa

Ostatnie miesiące obfitowały w bardzo dobre wiadomości. Spółka sprzedała Kamienicę Raczyńskiego za 95 mln PLN. Spółce udało się też odzyskać ponad 40 mln PLN z tytułu sprzedaży wybudowanego kolektora sanitarnego. Wyniki 2012 roku są coraz bliższe i coraz bardziej wiarygodne. Ich przewidywalność jest wyższa, niż w przypadku innych branż, gdyż są one w dużym stopniu poparte już zakontraktowanymi kosztami budowy i postępującą na bieżąco sprzedażą lokali. Marże nowych projektów są wyższe, niż wcześniej szacowaliśmy, z uwagi na brak istotnego wzrostu kosztów budowy. Pierwsze wyniki z oddań mieszkań w nowych projektach pojawią się w Q3 2010. W całym 2011 roku oczekujemy 82,5 mln PLN zysku netto, który pojawi się praktycznie w pełni w II połowie roku. Liczymy na poprawę sprzedaży mieszkań w Q4 2010, z uwagi na rozpoczęcie nowych inwestycji (osiedla Wilno i Przy Ratuszu). Sprzedaż netto szacujemy na 409 lokali. Z perspektywy wyników 2012 roku spółka jest atrakcyjna (P/E 2012 = 7,9, EV/EBIDTA 2012 = 5,9). Nasze prognozy zakładają, że na koniec 2012 roku deweloper dysponować będzie gotówką netto (95,5 mln PLN). Naszym zdaniem, aby spółka była efektywna kapitałowo, dług netto powinien wynosić około 430 mln PLN (LTV = 60% dla projektów mieszkaniowych w toku). W 2011 roku okaże się, ile z posiadanej nadwyżki płynności Dom Development będzie w stanie zainwestować w rozwój. Jeśli perspektywy rozwoju będą ograniczone, realnym scenariuszem jest wypłata wyższych dywidend. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Albo rozwój, albo większa dywidenda

Dom Development, na tle branży naturalnie finansującej się długiem, posiada dużą nadpłynność. Widzimy dwie drogi ograniczenia nadpłynności - rozwój poprzez wejście na rynki nowych miast (większy wzrost przychodów w 2013 roku, możliwość finansowania nawet ponad 1,5 mld PLN rocznych przychodów) lub/i wypłata wyższych dywidend (stopa dywidendy nawet > 10%). Z uwagi na sporą konkurencję na rozdrobnionym rynku, uważamy, że scenariusz dywidendowy jest bardziej prawdopodobny. Decyzji w sprawie likwidacji nadpłynności spodziewamy się w II połowie 2011 roku.

Kurs akcji DOM na tle WIG**Zarząd realizuje obietnice z nawiązką**

Weryfikacja planów zarządu, uwzględnionych w raporcie z kwietnia 2010 roku, najlepiej wypadła w Dom Development. Spółka zrealizowała nasze prognozy, nawet z nawiązką. Wcześniej niż szacowaliśmy rozpoczęła się realizacja inwestycji Opera 2. Spółka sprzedała projekt Kamienica Raczyńskiego (95 mln PLN), czego nie uwzględniliśmy w prognozach. Udało się również sprzedać kolektor sanitarny na Białolece (>40 mln PLN), co również nie było przez nas uwzględniane w prognozach i powinno pozytywnie wpływać na wyniki Q4 2010.

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	704,4	529,5	625,6	927,2	973,5
EBITDA	113,6	67,5	101,3	156,3	166,9
marża EBITDA	16,1%	12,8%	16,2%	16,9%	17,1%
EBIT	111,2	65,1	98,9	153,9	164,5
Zysk netto	80,2	44,6	82,5	129,3	137,4
P/E	12,7	22,8	12,4	7,9	7,4
P/CE	12,3	21,7	12,0	7,7	7,3
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	11,5	15,7	11,6	5,9	4,9
DYield	1,9%	1,9%	1,1%	4,9%	7,6%

Wyniki Q3 2010

Przychody okazały się nieznacznie wyższe od prognoz, niższa była jednak marża brutto ze sprzedaży (prognoza: 29,3%, jest: 25,9%). Koszty ogólne w Q3 2010 wyniosły 16,8 mln PLN, czyli mniej, niż oczekiwaliśmy (17,7 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognozowaliśmy 0,35 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto). Ostatecznie, EBIT był jedynie o 0,4 mln PLN niższy od naszych oczekiwań.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły w Q3 2010 2,5 mln PLN (prognoza: 2,1 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 21,8% (prognoza: 19%). Ostatecznie, wynik netto to 8,4 mln PLN, czyli o 1,0 mln PLN mniej, niż oczekiwaliśmy. Odchylenie to w kontekście kwartału wydaje się spore, jednak w kontekście oczekiwanych ponad 100 mln PLN zysku netto w 2012 roku wydaje się raczej nieistotne. Wyniki Q3 2010 mają charakter historyczny, gdyż bazują na przekazaniach mieszkań w starych projektach deweloperskich.

Wyniki Q3 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	Q3 2010	Q3 2010P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q3 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	114,5	107,9	6,2%	102,4	11,8%	132,1	-13,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,7	31,6	-6,2%	-	-	22,5	32,1%
Marża %	25,9%	29,3%	-	-	-	17,0%	-
EBIT	13,2	13,6	-3,2%	12,4	6,4%	9,2	43,6%
Marża %	11,5%	12,6%	-	12,1%	-	7,0%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	10,7	11,5	-7,2%	-	-	6,0	78,5%
Marża %	9,4%	10,7%	-	-	-	4,5%	-
Zysk netto	8,4	9,4	-10,2%	8,5	-1,2%	4,5	86,1%
Marża %	7,3%	8,7%	-	8,3%	-	3,4%	-

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

Sprzedaż mieszkań brutto w relacji do średniej wielkości oferty mieszkań

	Q3 10	Q2 10	Q1 10	Q4 09	Q3 09	Q2 09	Q1 09	Q4 08	Q3 08	Q2 08
Średnia wielkość oferty	1 446	1 351	1 221	882	893	1 048	1 180	1 269	1 414	1 536
Sprzedaż mieszkań brutto	334	330	360	317	251	215	126	105	234	366
Sprzedaż brutto / wielkość oferty	23%	24%	29%	36%	28%	21%	11%	8%	17%	24%

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

Przewidywane wyniki finansowe kolejnych kwartałów

Poniżej prezentujemy naszą prognozę wyników Dom Development w Q3 2010. Pozytywnie na rezultaty finansowe oddziaływać będzie rozpoznanie wyniku na sprzedaży kolektora sanitarnego na Białolące. Nakłady na budowę kolektora są uwzględniane w budżetach projektu Regaty. Część z nich została już uwzględniona w wynikach poprzednich kwartałów. Wynik na oddaniach lokali w inwestycjach Regaty 1,2,3 został obciążony częścią kosztu budowy kolektora (50 mln PLN). Obecnie, spółka otrzyma od miasta zwrot poniesionych kosztów w wysokości 40 mln PLN, co spowoduje konieczność korekty wyniku poprzednich kwartałów. Zostanie one rozpoznana jako jednorazowe zwiększenie przychodów i zysku brutto na sprzedaży w Q4 2010 (+8 mln PLN). Dodatkowo, prognoza uwzględni 2,3 mln PLN zysku na sprzedaży Kamienicy Raczyńskiego.

Wyniki Q4 2010P vs. wyniki Q3 2010

(mln PLN)	Q4 2010P	Q3 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	112,3	114,5	-1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	31,4	29,7	5,6%
Marża %	27,9%	25,9%	-
EBIT	15,5	13,2	17,1%
Marża %	13,8%	11,5%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	13,8	10,7	29,1%
Marża %	12,3%	9,4%	-
Zysk netto	11,2	8,4	33,4%
Marża %	10,0%	7,3%	-

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

Wyniki finansowe w Q1 2011 będą słabe. Bazować będą one na bieżącej sprzedaży mieszkań pozostałych w starych projektach deweloperskich, w tym głównie w inwestycji Grzybowska. Problem jednak nie w marżach, ale w wolumenach – przy niewielkiej liczbie przekazania wygenerowana marża brutto na sprzedaży może nie być wystarczająca do pokrycia kosztów ogólnych działalności, które w Dom Development są relatywnie wysokie na tle wybranych konkurentów (np. Robyng). Na przełomie Q2 i Q3 2011 deweloper powinien zakończyć inwestycje rozpoczęte w Q4 2009 (osiedla Derby 9 i Saska). Trudno powiedzieć, czy istotną liczbę mieszkań z nowych projektów uda się jeszcze przekazać w Q2 2011. Ostrożnie zakładamy, że mieszkania nie zostaną przekazane w Q2 2011, lecz w Q3 2011.

W Q3 2011 na dobre rozpocznie się przekazywanie mieszkań z nowych projektów deweloperskich. Oczekujemy, że w 2011 roku praktycznie cały prognozowany zysk netto (82,1 mln PLN) zostanie wygenerowany w II połowie roku.

Gotówka netto znajdzie ujście: dywidenda albo rozwój

Zgodnie z naszymi prognozami, na koniec 2011 roku Dom Development powinien mieć 151,7 mln PLN długu netto. Na koniec 2012 roku, wraz z przekazaniem lokali w nowych inwestycjach, w spółce pojawia się 95,5 mln PLN gotówki netto. Zakładając, że w branży można bez problemu finansować 60% ponoszonych kosztów budowy nowych projektów mieszkaniowych, Dom Development mógłby bez ryzyka działalności w 2012 roku posiadać około 430 mln PLN długu netto. W efekcie, oczekiwana nadpłynność spółki sięga aż 524,8 mln PLN (51,5% kapitalizacji spółki).

Widzimy dwie drogi na ograniczenie nadpłynności – rozwój działalności w innych miastach lub wypłata wyższych dywidend.

Docelowy poziom długu netto Dom Development na koniec 2012 roku

(mln PLN)	2012P
Dług netto	-95,5
Koszty własne sprzedaży 2013	715,5
Docelowe LTV	60%
Docelowy dług netto	429,3
Nadpłynność	524,8

Źródło: Dł BRE Banku S.A.

Zwiększenie aktywności inwestycyjnej

Jedną z dróg wykorzystania oczekiwanej nadpłynności jest rozpoczęcie inwestycji w innych miastach Polski. Obecnie Dom Development oferuje jedynie lokale w Warszawie. Na wiosnę 2011 roku ma rozpocząć się realizacja nowego projektu we Wrocławiu. Nie można wykluczyć, że Dom Development zdecyduje się na nabycie kolejnych działek we Wrocławiu, aby zintensyfikować swą obecność w tym mieście. Spośród potencjalnych obszarów zainteresowań dewelopera, można wymienić też Kraków, Trójmiasto i Poznań.

Szacujemy, że 100 mln PLN przeznaczone na realizację nowych inwestycji może sfinansować koszt wytworzenia mieszkań rzędu 250 mln PLN (dla LTV = 60%). Przy marży netto na poziomie 15%, daje to 37,5 mln PLN zysku netto. Przy założeniu 2-letniego cyklu budowy, ROE inwestycji to około 19%.

Scenariusz taki byłby dla dewelopera bardzo korzystny. Założenie, że deweloperzy powinni być notowani po wartości aktywów implikuje znacznie niższe ROE (10%). Na drodze do realizacji planów mogą stać:

- problemy z nabyciem gruntów (problemy o naturze formalnej, jak i finansowej – brak porozumienia co do ceny nabycia);
- konkurencja ze strony innych deweloperów (nie wydaje nam się, aby Dom Development miał być graczem, który zaryzykuje prowadzenie inwestycji, których sprzedaż będzie trwać długo, z uwagi na dużą konkurencję innych projektów).

W naszych prognozach zakładamy, że wydatki na zakup nowych gruntów wyniosą 200 mln PLN w 2011 roku i 150 mln PLN w roku 2012.



Wypłata wyższych dywidend

Wszystkich środków na pewno nie uda się wydać na nowe inwestycje. Realną szansą pozostaje wypłata wyższych dywidend. Obecnie polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę około 30-40% zysku w formie dywidend. W 2011 roku Dom Development będzie w praktyce weryfikować możliwości rozwoju. Sądzymy, że w II połowie 2011 roku może zapaść decyzja o przyszłej polityce dywidendowej.

Zakładamy, że bardziej prawdopodobny jest scenariusz wypłaty wyższych dywidend, niż scenariusz bardzo dużego rozwoju działalności. Zakładamy, że od 2012 roku Dom Development będzie wypłacał 60% rocznego zysku w formie dywidendy. Zważywszy na płynność spółki, założenie to wydaje nam się bardzo konserwatywne.

Uważamy, że w sytuacji, gdyby zwiększanie pozycji rynkowej okazało się nie możliwe, deweloper bez problemu mógłby wypłacać rocznie nawet 90-100% zysku w formie dywidendy. Dałoby to stopę dywidendy na poziomie ponad 10%, co byłoby poziomem wyższym, niż oferują typowe spółki dywidendowe (np. telekomy).

Prognozowane stopy dywidendy w latach 2011-2014

	2011P	2012P	2013P	2014P
Dług netto	151,7	-95,5	-197,5	-284,5
Zysk netto ubiegłego roku	44,6	82,5	129,3	137,4
Stopa dywidendy	25,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Dywidenda	11,2	49,5	77,6	82,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Program inwestycyjny Dom Development

Przewidywane inwestycje Dom Development

Nowe inwestycje mieszkaniowe Dom Development

Nazwa projektu	PUM	Ilość mieszkań	start	finisz	Cena / PUM *	Koszt/PUM
Inwestycje gotowe						
Regaty 1,2	21 450	390	Q3 2007	Q3 2009	5 100	4 233
Regaty 3	9 250	166	Q3 2007	Q3 2009	5 100	4 180
Derby 13	10 400	174	Q4 2007	Q3 2009	5 600	4 675
Derby 18	4 500	82	Q1 2008	Q2 2009	5 600	4 607
Róża Wiatrów	12 000	184	Q1 2008	Q4 2009	6 300	5 095
Derby 16	15 500	276	Q1 2008	Q4 2009	5 600	4 675
Akacje 11	4 700	77	Q2 2008	Q3 2009	6 300	4 866
Grzybowska	33 900	287	Q1 2008	Q4 2009	13 600	10 147
Laguna 2	4 900	26	Q1 2008	Q3 2009	5 200	5 006
Regaty 2 etap 9	15 400	88	Q2 2008	Q4 2009	3 900	3 754
Olbrachta 1 i 2	28 000	448	Q2 2007	Q4 2008	7 200	5 475
Patria 1 i 2	29 900	242	Q3 2005	Q3 2007	9 000	5 291
Gdański	21 300	260	Q1 2006	Q3 2007	10 000	6 361
Bruna	19 400	247	Q2 2006	Q1 2008	9 500	6 408
Zawiszy 1 i 2	25 500	355	Q4 2006	Q3 2008	7 500	4 937
Nowe inwestycje						
Derby 9	12 950	267	Q4 2009	Q2 2011	5 600	3 408
Saska E1 F1	19 800	337	Q4 2009	Q3 2011	7 200	4 744
Regaty E4	11 110	202	Q1 2010	Q3 2011	5 050	3 386
Klasyków E1	9 425	145	Q1 2010	Q2 2011	6 300	4 517
Adria E1	16 093	266	Q1 2010	Q3 2011	6 800	5 450
Saska E1 F2	9 502	154	Q1 2010	Q4 2011	7 450	4 744
Derby 20	4 350	90	Q2 2010	Q4 2011	5 600	3 471
Derby 11	4 100	87	Q2 2010	Q4 2011	5 600	4 074
Wilno E1	12 045	219	Q4 2010	Q1 2012	6 100	4 885
Przy Ratuszu	24 500	473	Q3 2010	Q2 2012	6 800	6 011
Regaty E5	9 300	180	Q3 2010	Q1 2012	5 050	3 439
Klasyków E2	11 600	187	Q3 2010	Q1 2012	6 300	4 550
Opera 2	2 100	11	Q4 2010	Q2 2012	22 000	10 356
Saska E2 F1	11 020	190	Q1 2011	Q3 2012	7 400	4 632
Derby 14 E1	9 130	166	Q1 2011	Q3 2012	5 600	3 437
Adria E2	13 000	230	Q1 2011	Q3 2012	6 800	5 373
Oaza E1 F1	6 000	120	Q1 2011	Q3 2012	6 100	5 442
Hery	19 500	353	Q2 2011	Q4 2012	7 300	5 099
Saska E2 F2	8 352	144	Q2 2011	Q4 2012	7 150	4 632
Regaty E6	8 000	160	Q3 2011	Q1 2013	5 050	3 555
Derby 14 E2	8 250	150	Q3 2011	Q1 2013	5 600	3 535
Wilno E2 F1	6 000	125	Q3 2011	Q1 2013	6 100	4 964
Saska E2 F3	6 090	105	Q4 2011	Q2 2013	7 150	4 632
Ostroroga	16 000	289	Q4 2011	Q2 2013	7 200	5 171
Oaza E1 F2	6 000	120	Q4 2011	Q2 2013	6 100	5 539
Klasyków E3	10 980	180	Q4 2011	Q2 2013	6 300	4 589
Saska E3	12 180	210	Q4 2011	Q2 2013	7 150	4 792
Adria E3	9 500	170	H1 2012	H2 2013	7 004	5 639
Derby 14 E3	11 000	200	H1 2012	H2 2013	5 768	3 584
Wilno E2 F2	7 500	150	H1 2012	H2 2013	6 283	5 019
Regaty 2 E8	10 000	200	H1 2012	H2 2013	5 201	3 605
Oaza E1 F3	6 000	120	H1 2012	H2 2013	6 283	5 589
Nowy projekt 1	10 000	200	H1 2012	H2 2013	7 100	5 631
Nowy projekt 2	10 000	200	H1 2012	H2 2013	7 100	5 631
Nowy projekt 3	10 000	200	H1 2012	H2 2013	7 100	5 631

Źródło: założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.; * cena bez VAT, z przynależnościami (garaż, komórka lokatorska)

Prognozy wyników finansowych w podziale na projekty

Gotowe inwestycje Dom Development: prognozy wyników finansowych (mln PLN)

Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Inwestycje gotowe								
Regaty 1,2	2,5	0,8	0,0	0,0	2,1	0,7	0,0	0,0
Regaty 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derby 13	5,0	4,0	0,0	0,0	4,2	3,4	0,0	0,0
Derby 18	1,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Róża Wiatrów	5,8	4,1	0,0	0,0	4,7	3,3	0,0	0,0
Derby 16	4,4	2,5	0,0	0,0	3,7	2,1	0,0	0,0
Akacje 11	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Winnica etap I	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grzybowska	72,3	104,4	104,4	0,0	53,9	77,9	77,9	0,0
Laguna 2	1,0	2,0	0,0	0,0	0,9	1,9	0,0	0,0
Regaty 2 etap 9	8,2	12,3	3,4	0,0	7,9	11,8	3,3	0,0
Olbrachta 1 i 2	0,5	0,9	0,0	0,0	0,3	0,7	0,0	0,0
Patria 1 i 2	2,2	2,2	0,0	0,0	1,3	1,3	0,0	0,0
Gdański	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruna	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Zawiszy 1 i 2	0,5	1,6	0,0	0,0	0,4	1,1	0,0	0,0
Suma	104,3	135,6	107,8	0,0	80,9	104,7	81,2	0,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje Dom Development: prognozy wyników finansowych (mln PLN)

Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Derby 9	0,0	71,7	0,8	0,0	0,0	43,6	0,5	0,0
Saska E1 F1	0,0	137,1	5,5	0,0	0,0	90,3	3,6	0,0
Regaty E4	0,0	54,2	1,9	0,0	0,0	36,3	1,3	0,0
Klasyków E1	0,0	56,5	2,9	0,0	0,0	40,5	2,1	0,0
Adria E1	0,0	106,1	3,3	0,0	0,0	85,1	2,6	0,0
Saska E1 F2	0,0	51,3	19,5	0,0	0,0	32,7	12,4	0,0
Derby 20	0,0	6,2	18,2	0,0	0,0	3,8	11,3	0,0
Derby 11	0,0	6,9	16,1	0,0	0,0	5,0	11,7	0,0
Wilno E1	0,0	0,0	73,5	0,0	0,0	0,0	58,8	0,0
Przy Ratuszu	0,0	0,0	166,6	0,0	0,0	0,0	147,3	0,0
Regaty E5	0,0	0,0	47,0	0,0	0,0	0,0	32,0	0,0
Klasyków E2	0,0	0,0	73,1	0,0	0,0	0,0	52,8	0,0
Opera 2	0,0	0,0	46,2	0,0	0,0	0,0	21,7	0,0
Saska E2 F1	0,0	0,0	73,4	8,2	0,0	0,0	45,9	5,1
Derby 14 E1	0,0	0,0	46,0	5,1	0,0	0,0	28,2	3,1
Adria E2	0,0	0,0	79,6	8,8	0,0	0,0	62,9	7,0
Oaza E1 F1	0,0	0,0	32,9	3,7	0,0	0,0	29,4	3,3
Hery	0,0	0,0	71,2	71,2	0,0	0,0	49,7	49,7
Saska E2 F2	0,0	0,0	41,8	17,9	0,0	0,0	27,1	11,6
Regaty E6	0,0	0,0	0,0	40,4	0,0	0,0	0,0	28,4
Derby 14 E2	0,0	0,0	0,0	46,2	0,0	0,0	0,0	29,2
Wilno E2 F1	0,0	0,0	0,0	36,6	0,0	0,0	0,0	29,8
Saska E2 F3	0,0	0,0	0,0	43,5	0,0	0,0	0,0	28,2
Ostroroga	0,0	0,0	0,0	115,2	0,0	0,0	0,0	82,7
Oaza E1 F2	0,0	0,0	0,0	36,6	0,0	0,0	0,0	33,2
Klasyków E3	0,0	0,0	0,0	69,2	0,0	0,0	0,0	50,4
Saska E3	0,0	0,0	0,0	87,1	0,0	0,0	0,0	58,4
Adria E3	0,0	0,0	0,0	53,2	0,0	0,0	0,0	42,9
Derby 14 E3	0,0	0,0	0,0	50,8	0,0	0,0	0,0	31,5
Wilno E2 F2	0,0	0,0	0,0	37,7	0,0	0,0	0,0	30,1
Regaty 2 E8	0,0	0,0	0,0	41,6	0,0	0,0	0,0	28,8
Oaza E1 F3	0,0	0,0	0,0	30,2	0,0	0,0	0,0	26,8
Nowy projekt 1				56,8				45,1
Nowy projekt 2				56,8				45,1
Nowy projekt 3				56,8				45,1
Suma: nowe projekty	0,0	490,0	819,3	973,5	0,0	337,4	601,3	715,5
Suma: łącznie	112,3	625,6	927,2	973,5	80,9	442,0	682,5	715,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Oczekiwane LTV działalności deweloperskiej

Prognozy LTV (zadłużenie netto do wartości zapasów z tyt. projektów w budowie)

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Dług netto	38,9	151,7	-95,5	-197,5	-284,5	-374,2	-466,6	-559,8
Mieszkania w budowie	518,8	687,7	715,5	765,0	800,7	832,5	864,6	892,3
LTV	7,5%	22,1%	-13,3%	-25,8%	-35,5%	-45,0%	-54,0%	-62,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy sprzedaży, wielkości oferty i zapasów

Prognozy wyników sprzedaży

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Sprzedaż netto	409	2 086	2 461
Oferta	1 609	2 315	3 506

Źródło: DI BRE Banku

Prognozy zapasów

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Zapasy na początek roku	1 236,4	1 084,7	1 286,4
CAPEX netto	86,9	168,9	-251,6
Oddania mieszkań w Q4 2010	-80,9		
Kamienica Raczyńskiego	-95,0		
Kolektor sanitarny	-40,0		
Zmiana zapasów gruntowych *	-22,7	-167,1	-43,7
Zakupy gruntów		200,0	150,0
Zapasy na koniec roku	1 084,7	1 286,4	1 141,2

Źródło: DI BRE Banku; * przeniesienie do pozycji CAPEX

Wycena akcji Dom Development

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 54,4 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 31,1% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

Wycena akcji Dom Development

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	51,5	90%
Wycena metodą porównawczą	40,0	10%
Średnia	50,3	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%	
Cena docelowa	54,4	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Dom Development metodą porównawczą

Uważamy, że coraz istotniejsze stają się wskaźniki zysku deweloperów. W efekcie, największą wagę przyznajemy wskaźnikom P/E na lata 2011-2013 (45%). Waga wskaźników EV/EBITDA to 25%. Uważamy, że na tle innych branż wskaźnik ten jest zawyżony, z uwagi na fakt, że deweloperzy mieszkaniowi dużą część kosztów finansowych w kosztach własnych sprzedaży. Wskaźnik EV/EBITDA ma również tę charakterystykę, że prezentuje się stosunkowo niekorzystnie w przypadku firm działających również w segmencie komercyjnym. Wagę wskaźnika P/BV ustaliliśmy na 30% (wcześniej: 45%). W wycenie porównawczej uwzględniamy lata 2011-2013. Uważamy, że rok 2010 jest już historią.

Wycena porównawcza akcji Dom Development

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
J.W. Construction	1,38	1,23	1,02	8,7	11,4	5,9	7,7	10,7	6,8
Polnord	0,59	0,56	0,51	12,1	7,1	6,5	11,5	6,2	5,5
Robyg	1,16	0,99	0,93	12,9	4,9	5,9	15,7	4,8	6,3
Mediana	1,16	0,99	0,93	12,1	7,1	5,9	11,5	6,2	6,3
Dom Development	1,20	1,10	1,03	12,4	7,9	7,4	11,6	5,9	4,9
Premia (dyskonto)	3,5%	10,5%	11,3%	2,1%	11,1%	24,9%	0,9%	-5,3%	-21,7%
Waga wskaźnika	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%	10,0%	0,0%	15,0%	10,0%
Wycena	4,0	3,8	3,7	6,1	7,5	3,3	0,0	6,5	5,1

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań w oparciu o bieżące i oczekiwane ceny sprzedaży.
- Koszty budowy w oparciu o bieżące i prognozowane koszty budowy.
- Wzrost kosztów budowy o 3% rocznie od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wskaźniki docelowego poziomu zapasów ujednoczone dla wszystkich deweloperów (zapasy wystarczające na 4 lata działalności na koniec 2020 roku).
- Wydatki na nowe grunty w 2011 roku w wysokości 200 mln PLN i w 2012 roku w wysokości 150 mln PLN.
- Wzrost stopy dywidendy do 60% w 2012 roku.
- Brak inwestycji w segmencie komercyjnym.



Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	625,6	927,2	973,5	1 006,6	1 039,8	1 074,2	1 108,5	1 144,0	1 179,5	1 214,8	
<i>zmiana</i>	18,1%	48,2%	5,0%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	
EBITDA	101,3	156,3	166,9	147,6	142,3	141,9	141,0	145,6	150,2	154,6	
<i>marża EBITDA</i>	16,2%	16,9%	17,1%	14,7%	13,7%	13,2%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	
Amortyzacja	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	
EBIT	98,9	153,9	164,5	145,3	139,9	139,5	138,6	143,2	147,8	152,2	
<i>marża EBIT</i>	15,8%	16,6%	16,9%	14,4%	13,5%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Opodatkowanie EBIT	18,8	29,2	31,3	27,6	26,6	26,5	26,3	27,2	28,1	28,9	
NOPLAT	80,1	124,7	133,3	117,7	113,4	113,0	112,3	116,0	119,7	123,3	
CAPEX	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Kapitał obrotowy	-184,1	167,3	42,3	44,5	41,1	40,3	40,4	39,4	39,4	-16,7	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-104,0	292,0	175,5	162,2	154,4	153,3	152,7	155,5	159,1	106,6	109,8
WACC	10,5%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	90,5%	81,4%	73,3%	66,0%	59,4%	53,5%	48,1%	43,3%	39,0%	35,2%	
PV FCF	-94,1	237,8	128,7	107,0	91,7	81,9	73,5	67,3	62,0	37,6	
WACC	10,5%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,6%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
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	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	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)	1 444,9										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	509,3										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	793,5										
Wartość firmy (EV)	1 302,8										
Dług netto	38,9										
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	1 263,8										
Liczba akcji (mln.)	24,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	51,5										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	55,7										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	18,7										
P/E('10) dla ceny docelowej	30,6										
Udział TV w EV	39%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	53,1	54,4	55,9	57,6	59,6
WACC -0,5pp	53,0	54,3	55,8	57,5	59,5
WACC	52,9	54,2	55,7	57,4	59,3
WACC +0,5pp	52,8	54,1	55,6	57,3	59,2
WACC +1,0pp	52,7	54,0	55,4	57,1	59,1

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	878,8	698,2	704,4	529,5	625,6	927,2	973,5
<i>zmiana</i>	20,4%	-20,6%	0,9%	-24,8%	18,1%	48,2%	5,0%
Koszt własny sprzedaży	545,7	429,0	508,1	395,6	442,0	682,5	715,5
Zysk brutto na sprzedaży	333,1	269,1	196,3	134,0	183,6	244,7	258,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	37,9%	38,5%	27,9%	25,3%	29,3%	26,4%	26,5%
Koszty sprzedaży	-22,4	-30,0	-22,3	-26,4	-37,0	-40,7	-41,9
Koszty ogólnego zarządu	-57,7	-61,9	-43,1	-43,5	-45,7	-47,0	-48,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-12,1	-11,5	-19,7	1,1	-2,0	-3,0	-3,1
EBIT	241,0	165,7	111,2	65,1	98,9	153,9	164,5
<i>zmiana</i>	46,1%	-31,2%	-32,9%	-41,4%	51,8%	55,7%	6,9%
<i>marża EBIT</i>	27,4%	23,7%	15,8%	12,3%	15,8%	16,6%	16,9%
Wynik na działalności finansowej	9,4	7,2	-10,4	-9,0	3,0	5,7	5,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	250,4	173,0	100,8	56,1	101,9	159,7	169,6
Podatek dochodowy	-49,7	-36,0	-20,5	-11,5	-19,4	-30,3	-32,2
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	200,6	136,9	80,2	44,6	82,5	129,3	137,4
<i>zmiana</i>	48,4%	-31,7%	-41,4%	-44,4%	85,0%	56,7%	6,2%
<i>marża</i>	22,8%	19,6%	11,4%	8,4%	13,2%	13,9%	14,1%
Amortyzacja	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EBITDA	243,2	168,1	113,6	67,5	101,3	156,3	166,9
<i>zmiana</i>	46,0%	-30,9%	-32,4%	-40,6%	50,0%	54,4%	6,8%
<i>marża EBITDA</i>	27,7%	24,1%	16,1%	12,8%	16,2%	16,9%	17,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	8,2	5,6	3,3	1,8	3,4	5,3	5,6
CEPS	8,3	5,7	3,4	1,9	3,5	5,4	5,7
ROAE	33,8%	19,9%	11,2%	5,9%	10,2%	14,6%	14,3%
ROAA	18,4%	9,1%	4,8%	2,8%	4,8%	7,1%	7,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 656,2	1 750,2	1 867,8	1 944,6
Majątek trwały	21,9	20,9	19,0	8,9	8,9	8,9	8,9
WNIPI	0,7	1,4	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	6,5	6,8	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	10,6	8,4	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	3,0	3,3	3,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Majątek obrotowy	1 230,2	1 743,7	1 568,7	1 647,2	1 741,3	1 858,9	1 935,7
Zapasy	862,4	1 458,1	1 305,1	1 084,7	1 286,4	1 141,2	1 113,5
Należności	65,9	55,5	26,7	27,6	32,6	48,3	50,7
Pozostałe aktywa obrotowe	26,4	6,3	6,1	3,7	3,7	3,7	3,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	275,5	223,7	230,8	531,3	418,6	665,7	767,8
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 252,1	1 764,6	1 587,7	1 656,2	1 750,2	1 867,8	1 944,6
Kapitał własny	696,1	683,5	748,8	776,8	848,1	928,0	987,8
Kapitał mniejszości	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zobowiązania długoterminowe	330,4	462,9	406,0	412,9	412,9	412,9	412,9
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	241,8	433,3	384,9	407,3	407,3	407,3	407,3
Rezerwy	88,6	29,6	21,0	5,6	5,6	5,6	5,6
Zobowiązania krótkoterminowe	225,5	618,4	433,1	466,6	489,3	527,1	544,1
Pożyczki i kredyty, obligacje	37,0	62,5	134,2	162,9	162,9	162,9	162,9
Zobowiązania wobec dostawców	121,0	145,5	104,8	124,6	139,3	168,3	176,4
Rozliczenia międzyokresowe	49,0	388,8	168,5	161,0	169,1	177,8	186,7
Inne	18,5	21,6	25,5	18,0	18,0	18,0	18,0
Dług	278,8	495,8	519,2	570,3	570,3	570,3	570,3
Dług netto	3,3	272,1	288,3	38,9	151,7	-95,5	-197,5
(Dług netto / Kapitał własny)	0,5%	39,8%	38,5%	5,0%	17,9%	-10,3%	-20,0%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	1,6	2,5	0,6	-	-	-
BVPS	28,3	27,8	30,5	31,6	34,5	37,8	40,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-22,3	-215,0	4,6	277,8	-102,2	293,3	177,0
Zysk netto	200,6	136,9	80,2	44,6	82,5	129,3	137,4
Amortyzacja	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitał obrotowy	-279,7	-320,8	-67,2	231,2	-184,1	167,3	42,3
Pozostałe	54,5	-33,6	-10,9	-0,4	-3,0	-5,7	-5,1
Przepływy inwestycyjne	-3,6	-3,5	-0,5	-3,0	-2,4	-2,4	-2,4
CAPEX	-3,6	-3,5	-0,7	-3,0	-2,4	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	73,9	166,7	3,1	25,6	-8,2	-43,8	-72,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	77,6	216,8	22,9	47,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-3,7	-50,1	-19,6	-19,6	-11,2	-49,5	-77,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	48,0	-51,8	7,2	300,5	-112,7	247,1	102,1
Środki pieniężne na koniec okresu	275,5	223,7	230,8	531,3	418,6	665,7	767,8
DPS (PLN)	0,2	2,0	0,8	0,8	0,5	2,0	3,2
FCF			244,3	270,6	-104,0	292,0	175,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	0,5%	0,1%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	5,1	7,4	12,7	22,8	12,4	7,9	7,4
P/CE	5,0	7,3	12,3	21,7	12,0	7,7	7,3
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
P/S	1,2	1,5	1,4	1,9	1,6	1,1	1,0
FCF/EV	0,0%	0,0%	18,7%	25,6%	-8,9%	31,6%	21,4%
EV/EBITDA	4,2	7,7	11,5	15,7	11,6	5,9	4,9
EV/EBIT	4,2	7,8	11,8	16,2	11,8	6,0	5,0
EV/S	1,2	1,8	1,9	2,0	1,9	1,0	0,8
DYield	0,4%	4,9%	1,9%	1,9%	1,1%	4,9%	7,6%
Cena (PLN)	41,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	1 019,0	1 019,0	1 019,0	1 019,0	1 019,0	1 019,0	1 019,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EV (mln PLN)	1 022,3	1 290,9	1 307,2	1 057,8	1 170,5	923,4	821,3

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	15,5 PLN
Cena docelowa	16,3 PLN
Kapitalizacja	0,84 mld PLN
Free float	0,22 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,68 mln PLN

Struktura akcjonariatu

EHT S.A.	34,34%
Józef Wojciechowski	28,51%
PKO TFI	5,93%
Pioneer Pekao IM	5,01%
Pozostali	26,21%

Profil spółki

J.W. Construction koncentruje się głównie na działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym. Historycznie, spółka prowadziła działalność głównie na terenie aglomeracji warszawskiej. Obecnie, coraz większą rolę zyskują także inne miasta Polski. Firma rozpoczęła również działalność w segmencie komercyjnym. J.W. prowadzi także sieć hoteli, posiada firmę budowlaną i TBS.

J.W.Construction Trzymaj

JWC PW; JWCA.WA

(Podtrzymana)

Wartość akcji dewelopera nie wzrosła

Nowe inwestycje J.W. Construction rozpoczną się o ponad pół roku później, niż zakładaliśmy w raporcie z kwietnia 2010 roku. Przyczyny opóźnień są trzy: kwestie finansowe, administracyjne i sprzedażowe. Opóźnienia w realizacji inwestycji powodują, że w 2012 roku J.W. rozpozna naszym zdaniem jedynie 230,2 mln PLN, a nie jak wcześniej oczekiwaliśmy 661,6 mln PLN przychodów z oddania lokali w nowych projektach. Opóźnienia w oddawaniu mieszkań powodują, że nasza wycena walorów dewelopera nie rośnie razem z upływem czasu, pomimo pozytywnych trendów na poziomie kosztów budowy. Czynnikiem ryzyka w J.W. może być aktywna rozbudowa banku ziemi. Obecnie J.W. na tle konkurencji posiada umiarkowane zadłużenie. Nasze prognozy zakładające m.in. zakupy gruntów za 40 mln PLN w 2011 i 2012 roku, przewidują, że LTV spółki na koniec 2012 roku wyniesie 58,5%. Wskaźnik uwzględnia aktywa mieszkaniowe, komercyjne, hotele, TBS i aktywa produkcyjne. W przypadku, gdyby J.W. zakupiło więcej gruntów, może wystąpić ryzyko związane z finansowaniem nowych inwestycji. Może ono zmaterializować się w postaci mniejszej liczby rozpoczętych nowych inwestycji (niższe wyniki finansowe), jak i prób pozyskania nowego kapitału (emisja obligacji, akcji lub obligacji zamiennych). Nową cenę docelową J.W. Construction wyznaczamy na 16,3 PLN (wcześniej: 16,4 PLN) i rekomendujemy trzymanie walorów spółki.

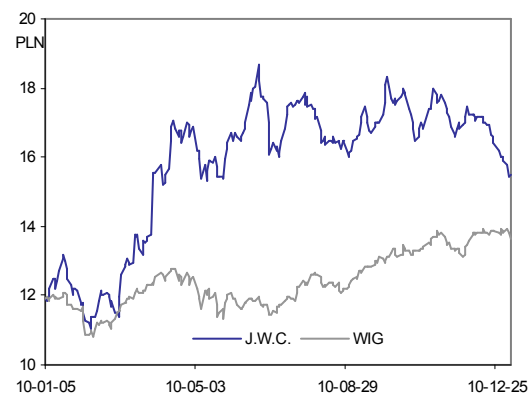
J.W. chce kupić grunt za ponad 200 mln PLN?

Główny akcjonariusz spółki informuje, że firma rozważa realizację projektu na warszawskiej Woli o wartości 1,5 mld PLN. Sądzymy, że jest to wycena projektu w cenach sprzedaży powierzchni. Zakładając, że inwestycja przyniesie 25% marży brutto i udział gruntu w koszcie budowy to 17,5%, z realizacją inwestycji mógłby być związany zakup gruntu za aż 210 mln PLN. Tak duża inwestycja mogłaby istotnie ograniczyć możliwości rozpoczynania nowych projektów lub generować ryzyko emisji akcji / obligacji zamiennych. Zakup gruntu powodowałby wzrost LTV spółki na koniec 2012 roku z 58,5% do 78,5%.

Przyczyny opóźnień i niższych wyników 2012 roku

Widzimy trzy przyczyny opóźnień w oddawaniu lokali w starych i nowych inwestycjach. Opóźniający się spływ gotówki ze starych inwestycji utrudnia sfinansowanie nowych projektów. J.W. w ofercie posiadało na koniec Q3 2010 1,5 tys. gotowych lokali. Jest to zdecydowanie więcej, niż w ofercie posiadają konkurenci. Duża oferta powoduje, że rozpoczęcie nowych etapów w ramach danych projektów mija się z celem (nie poprawiłoby to sprzedaży). Istotne są również przyczyny administracyjne. J.W. kupowało grunty tanio, co pozytywnie wpływa na marżę. Grunty te jednak często wymagają dłuższej ścieżki administracyjnej, związanej z pozyskiwaniem warunków zabudowy, czy pozwolenia na budowę.

Kurs akcji JWC na tle WIG

**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	713,3	620,6	528,3	368,8	647,6
EBITDA	156,8	159,9	153,0	142,3	229,8
marża EBITDA	22,0%	25,8%	29,0%	38,6%	35,5%
EBIT	142,7	147,3	136,2	125,4	212,9
Zysk netto	100,4	95,4	96,4	73,6	140,9
P/E	8,3	8,8	8,7	11,4	5,9
P/CE	7,3	7,8	7,4	9,3	5,3
P/BV	2,0	1,6	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	9,0	8,0	7,7	10,7	6,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q3 2010

Wyniki J.W. Construction w Q3 2010

Wyniki J.W. Construction są niższe od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. W stosunku do naszych prognoz, niższa okazała się marża brutto na sprzedaży (31,5%, prognoza: 35%), wyższe zaś koszty ogólne (14,6 mln PLN, prognoza: 12,2 mln PLN) oraz pozostałe koszty finansowe netto (9,9 mln PLN, prognoza: 1,5 mln PLN, chodzi o koszty odsetkowe). Niższa marża wynika z rozbieżności w szacunkach rentowności projektów i ich faktycznej zyskowności. Za duże negatywne zaskoczenie na poziomie pozostałych kosztów odsetkowych netto odpowiadają koszty odsetkowe. J.W. księguje koszty odsetkowe w rachunku zysków i strat tylko w przypadku, gdy kredyt dotyczy gotowych, nie sprzedanych mieszkań. W naszych prognozach zakładaliśmy, że gros kredytów dotyczy mieszkań w ostatnim stadium budowy. Na etapie budowy, J.W. księguje koszty odsetkowe w poczet zapasów (następnie koszty odsetkowe ujmowane są w kosztach własnych sprzedaży, w momencie przekazywania mieszkań).

Wyniki Q3 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q3 2010	Q3 2010P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q3 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	216,3	221,7	-2,4%	254,5	-15,0%	159,9	35,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	68,0	77,6	-12,4%	-	-	41,5	63,9%
Marża %	31,5%	35,0%	-	-	-	26,0%	-
EBIT	54,6	65,0	-16,0%	55,5	-1,6%	31,7	72,3%
Marża %	25,2%	29,3%	-	21,8%	-	19,8%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	44,7	63,5	-29,6%	-	-	26,1	71,1%
Marża %	20,7%	28,6%	-	-	-	16,3%	-
Zysk netto	35,8	51,4	-30,3%	41,0	-12,6%	20,0	79,2%
Marża %	16,6%	23,2%	-	16,1%	-	12,5%	-

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

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 1,1 mln PLN (prognoza: pozostałe koszty operacyjne = 0,5 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 19,8%.

Inwestycje J.W. Construction rozpoczynają się później

Wyższa niż oczekiwana wielkość oferty mieszkań

Oferta J.W. Construction na koniec Q3 2010 składała się z 1,5 tys. lokali. Są to wyłącznie lokale w starych inwestycjach dewelopera. Problem w tym, że nasze stare prognozy zakładały, że J.W. 1,5 tys. mieszkań w ofercie w ramach starych inwestycji miał na koniec ... Q4 2009. W efekcie, przeszacowaliśmy tempo oddawania lokali w starych inwestycjach, co skutkowało zawyżeniem prognoz wyników finansowych.

Wyższy niż zakładany poziom oferty w starych inwestycjach na koniec Q3 2010 to efekt zjawiska wycofań klientów z umów zakupu lokali. Efekt ten dotyczy głównie roku 2009. Obecnie, wycofania są już kwestią marginalną, a deweloper sprzedaje wyłącznie gotowe lokale.

Pozostałe spółki deweloperskie posiadają w ofercie znacznie mniej gotowych lokali, których budowa rozpoczęła się w latach 2007-2009:

- Polnord: 480 na koniec Q3 2010 (z wyjątkiem inwestycji rosyjskich, głównie duże mieszkania na Wilanowie, spółka Fadesa Polnord, w której Polnord ma 49% udziałów).
- Dom Development: 250 na koniec Q3 2010 (głównie projekt przy ul. Grzybowskiej).
- Robyg: 143 na koniec H1 2010 (głównie duże mieszkania na Wilanowie).

Późniejsze rozpoczęcie nowych inwestycji

J.W. Construction rozpocznie nowe inwestycje o ponad pół roku później, niż zakładaliśmy. Związane jest to z czynnikami finansowymi, administracyjnymi i sprzedażowymi. Czynniki finansowe to opóźniony wpływ gotówki ze starych projektów. Czynniki administracyjne związane są z długą procedurą pozyskiwania warunków zabudowy i pozwoleń na budowę dla nowych inwestycji. J.W. zawsze kupowało grunty w rozsądnych cenach, problem jednak w tym, że część z tych gruntów obciążona jest dłuższą niż przeciętna drogą administracyjną,

związaną z uruchomieniem nowych inwestycji. Są to tak grunty bez warunków zabudowy, jak i grunty narażone na protesty sąsiadów. Najbliższy konkurent, Dom Development, w podobnych lokalizacjach kupuje grunty droższe, ale na których rozpoczęcie inwestycji jest łatwiejsze. Czynnikiem sprzedażowy to wewnętrzna konkurencja w ramach oferty dewelopera. Spółka nie rozpocznie nowej inwestycji w danej lokalizacji, jeśli nadal posiada bardzo dużo gotowych lokali na sprzedaż w poprzednich etapach danego projektu.

Poniżej prezentujemy porównanie naszych obecnych i wcześniejszych szacunków dotyczących uruchomienia nowych projektów, jak i nasze szacunki dotyczące wyników finansowych wynikających z oddań lokali w nowych i starych inwestycjach.

Opóźnienia w realizacji nowych inwestycji

Projekt	Stara prognoza		Nowa prognoza		Opóźnienie (lata)
	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	
Zielona Dolina E1	Q3 2010	Q1 2012	Q1 2011	Q3 2012	0,5
Antoniewska	Q1 2011	Q3 2012	Q4 2011	Q2 2013	0,75
Osiedle Centrum nowy etap	Q4 2010	Q2 2012	Q1 2011	Q3 2012	0,25
Berensona	Q1 2011	Q3 2012	Q1 2012	Q3 2013	1
Lewandów Park, E1 b.3-6	Q1 2011	Q3 2012	Q1 2011	Q3 2012	0
Światowida	Q4 2010	Q2 2012	Q3 2011	Q1 2013	0,75
Jaroczyńskiego	nowy projekt		Q2 2011	Q3 2012	
Odkryta	Q1 2011	Q3 2012	2012+	2014+	1,0
Powstania Wielkopolskiego	nowy projekt		Q3 2011	Q1 2013	-
Sochaczewska/Płocka	nowy projekt		Q3 2011	Q1 2013	-
Aluzyjna	nie ujęty w prognozie		H1 2012	H2 2013	-
Osiedle Uroczysko nowy etap	Q4 2010	Q2 2012	Q3 2011	Q1 2013	0,75
Zielona Dolina E2	Q2 2011	Q4 2012	2012+	2014+	
Osiedle Uroczysko kolejny etap	Q3 2010	Q1 2013	2012+	2014+	
Osiedle Centrum kolejny etap	Q3 2011	Q1 2013	2012+	2014+	
Sopot	Q3 2011	Q1 2013	2012+	2014+	
Łeba	Q3 2011	Q1 2013	2012+	2014+	
Złote Piaski	Q3 2011	Q1 2013	2012+	2014+	
Łódź Pogonowskiego	Q3 2011	Q1 2013	2012+	2014+	
Średnie opóźnienie (lata)					0,63

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

Jak opóźnienia w realizacji inwestycji wpływają na wyniki finansowe

(mln PLN)	Stara prognoza			Nowa prognoza		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Stare projekty deweloperskie						
Przychody	772,7	386,3	0,0	580,2	487,3	84,4
Zysk brutto ze sprzedaży	257,8	128,9	0,0	188,2	177,4	32,6
Nowe projekty deweloperskie						
Przychody	0,0	6,5	661,6	0,0	2,9	230,2
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	1,0	179,6	0,0	0,6	63,9
Łącznie						
Przychody	772,7	392,8	661,6	580,2	490,3	314,6
Zysk brutto ze sprzedaży	257,8	129,9	179,6	188,2	178,0	96,4

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

Ambitny program inwestycyjny

Sens zakupów nowych gruntów

J.W. aktywnie rozbudowuje bank ziemi. Strategia ta wynika z dużej koncentracji banku ziemi dewelopera w Warszawie na Białołęce. W danej lokalizacji nie można rozpocząć budowy nadmiernej liczby nowych mieszkań, gdyż nie wpływałoby to pozytywnie na sprzedaż i było jednocześnie nieefektywne z punktu widzenia finansowego. Z podobnym problemem musi zmierzyć się Polnord, który również posiada tanie i atrakcyjne grunty, jednak większość z nich zlokalizowanych jest na Wilanowie, charakteryzującym się dużym poziomem konkurencji.

Firma kupiła nowe grunty m.in. we Wrocławiu, Trójmieście i Katowicach. Deweloper nie wyklucza kolejnych zakupów ziemi, czego przykładem może być deklaracja głównego akcjonariusza dotycząca chęci realizacji projektu na warszawskiej Woli o wartości 1,5 mld PLN. Sądzymy, że 1,5 mld PLN to prawdopodobna wartość projektu w cenach sprzedaży lokali. Zakładając 25% marży brutto na sprzedaży i udział gruntu w koszcie budowy rzędu 17,5%, w celu realizacji inwestycji bez udziału partnera, J.W. musiałoby nabyć grunt o wartości 210 mln PLN. Uważamy, że taki zakup mógłby ograniczyć możliwości dewelopera w zakresie realizacji nowych inwestycji.

Zakupy gruntów a poziom zadłużenia i nowe inwestycje

Poniżej prezentujemy kalkulację LTV dewelopera, tak w oparciu o scenariusz bazowy (zakupy gruntów za 40 mln PLN w 2011 i 2012 roku), jak i scenariusz alternatywny (dodatkowy zakup gruntu za 210 mln PLN w 2011 roku). Scenariusz bazowy nie budzi naszych obaw. Zadłużenie spółki na koniec 2012 roku będzie umiarkowane (LTV = 58,5%), znajduje jednak poparcie w projektach mieszkaniowych w budowie, rzeczowych aktywach trwałych (hotele, TBS, aktywa budowlane i produkcyjne), projektach komercyjnych w budowie i pozostałych aktywach finansowych. Scenariusz alternatywny, zakładający dodatkowy zakup gruntu za 210 mln PLN, niesie już za sobą ryzyka związane ze sfinansowaniem programu inwestycyjnego.

W scenariuszu alternatywnym występuje niepewność, czy J.W. uda się sfinansować budowę wszystkich nowych inwestycji z emisji obligacji zwykłych, kredytów bankowych i środków własnych. W przypadku konieczności emisji akcji bądź obligacji zamiennych, wystąpiłoby ryzyko związane z możliwością zaferowania nowy akcjonariuszom dyskonta do ceny rynkowej.

Prognozy LTV (scenariusz bazowy)

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Dług netto *	439,4	337,5	689,4	712,3	565,1	419,5	270,4	115,6
Inne aktywa finansowe	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8
Rzeczowe aktywa trwałe	383,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5
Zapasy mieszkaniowe	353,1	253,8	361,3	492,3	514,4	540,9	561,1	578,4
Projekty komercyjne	63,9	116,6	354,9	637,4	668,3	688,3	709,0	730,2
Suma aktywów	800,5	759,0	1 104,8	1 518,2	1 571,3	1 617,7	1 658,6	1 697,2
LTV	49,5%	38,8%	58,5%	44,1%	33,2%	23,3%	13,7%	4,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * w tym weksle, leasing, kredyty i obligacje

Prognozy LTV (scenariusz alternatywny)

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Dług netto *	439,4	551,1	910,2	910,0	739,0	568,7	394,2	213,0
Inne aktywa finansowe	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8	42,8
Rzeczowe aktywa trwałe	383,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5	388,5
Zapasy mieszkaniowe	353,1	253,8	361,3	492,3	514,4	540,9	561,1	578,4
Projekty komercyjne	63,9	116,6	354,9	637,4	668,3	688,3	709,0	730,2
Suma aktywów	800,5	759,0	1 104,8	1 518,2	1 571,3	1 617,7	1 658,6	1 697,2
LTV	49,5%	67,0%	78,5%	57,1%	44,3%	32,5%	21,2%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * w tym kredyty, weksle, leasing, kredyty i obligacje

Program inwestycyjny J.W. Construction

Przewidywane inwestycje mieszkaniowe J.W. Construction

Nowe inwestycje mieszkaniowe J.W. Construction

Nazwa projektu	PUM do przekazania	Ilość mieszkań do przekazania*	Rozpoczęcie	Zakończenie	Cena / PUM **	Koszt/ PUM
Inwestycje gotowe						
Górczewska Park	22 819	450	-	Ukończona	7 800	5 111
Lewandów Park	46 498	1091	-	Ukończona	5 800	3 493
Osiedle Bursztynowe	10 876	205	-	Ukończona	6 750	4 419
Wiślana Aleja	5 862	120	-	Ukończona	6 500	4 810
Osada Wiślana	2 075	41	-	Ukończona	6 100	4 100
Lazurowe Ustronie	17 902	376	-	Q2 2011	5 800	3 408
Pozostałe projekty	8 979	151	-	Ukończona	5 837	4 249
Nowe inwestycje						
Zielona Dolina E1	27 723	596	Q1 2011	Q3 2012	5 350	3 541
Antoniewska	13 483	255	Q4 2011	Q2 2013	6 900	4 341
Osiedle Centrum nowy etap	12 099	255	Q1 2011	Q3 2012	4 500	3 679
Berensona	11 838	224	Q1 2012	Q3 2013	5 800	3 800
Lewandów Park, E1 b.3-6	8 763	208	Q1 2011	Q3 2012	5 800	3 557
Światowida	10 412	184	Q3 2011	Q1 2013	6 500	3 612
Jaroczyńskiego	8 900	165	Q2 2011	Q3 2012	4 800	4 069
Odkryta	4 158	82	H1 2012	H2 2013	6 400	4 171
Powstania Wielkopolskiego	3 000	60	Q3 2011	Q1 2013	5 600	4 069
Sochaczewska/Płocka	3 200	50	Q3 2011	Q1 2013	5 600	4 069
Aluzyjna	2 011	44	H1 2012	H2 2013	6 200	4 062
Osiedle Uroczysko nowy etap	15 732	272	Q3 2011	Q1 2013	4 500	3 470
Lazurowe Ustronie - domy E1	2 050	12	w budowie	Q3 2011	4 300	3 396
Lazurowe Ustronie - domy E2	3 075	18	Q2 2011	Q3 2012	4 300	3 473
Nowa Dana	1059	19	Q3 2011	Q3 2013	5 000	4 133
Gdynia 3	8000	140	Q3 2011	Q2 2013	5 900	4 759
Katowice 2	8613	180	Q3 2011	Q2 2013	4 500	3 631

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * J.W. Construction, ** cena bez VAT, z przynależnościami (garaż, komórka lokatorska)

Gotowe inwestycje J.W. Construction: prognozy wyników finansowych

(mln PLN)	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Inwestycje gotowe								
Górczewska Park	41,0	135,0	2,0	0,0	26,9	88,5	1,3	0,0
Lewandów Park	62,0	170,7	37,0	0,0	37,3	102,8	22,3	0,0
Osiedle Bursztynowe	19,7	51,9	1,8	0,0	12,9	34,0	1,2	0,0
Wiślana Aleja	10,2	26,4	1,6	0,0	7,5	19,5	1,2	0,0
Osada Wiślana	9,3	3,4	0,0	0,0	6,2	2,3	0,0	0,0
Lazurowe Ustronie	0,0	70,4	33,4	0,0	0,0	41,4	19,6	0,0
Pozostałe projekty	14,2	29,5	8,7	0,0	10,4	21,5	6,3	0,0
Suma: stare projekty	156,4	487,3	84,4	0,0	101,2	309,9	51,9	0,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje J.W. Construction: prognozy wyników finansowych

(mln PLN) Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Zielona Dolina E1	0,0	0,0	105,0	43,3	0,0	0,0	69,5	28,7
Antoniewska	0,0	0,0	0,0	93,0	0,0	0,0	0,0	58,5
Osiedle Centrum nowy etap	0,0	0,0	45,5	8,9	0,0	0,0	37,2	7,3
Berensona	0,0	0,0	0,0	68,7	0,0	0,0	0,0	45,0
Lewandów Park, E1 b.3-6	0,0	0,0	31,8	19,1	0,0	0,0	19,5	11,7
Światowida	0,0	0,0	0,0	67,7	0,0	0,0	0,0	37,6
Jaroczyńskiego	0,0	0,0	39,1	3,6	0,0	0,0	33,1	3,1
Odkryta	0,0	0,0	0,0	24,0	0,0	0,0	0,0	15,7
Powstania Wielkopolskiego	0,0	0,0	0,0	16,8	0,0	0,0	0,0	12,2
Sochaczewska/Płocka	0,0	0,0	0,0	17,9	0,0	0,0	0,0	13,0
Aluzyjna	0,0	0,0	0,0	11,3	0,0	0,0	0,0	7,4
Osiedle Uroczysko nowy etap	0,0	0,0	0,0	70,8	0,0	0,0	0,0	54,6
Lazurowe Ustronie - domy E1	0,0	2,9	5,9	0,0	0,0	2,3	4,6	0,0
Lazurowe Ustronie - domy E2	0,0	0,0	2,9	10,3	0,0	0,0	2,4	8,3
Nowa Dana	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0	4,4
Gdynia 3	0,0	0,0	0,0	67,3	0,0	0,0	0,0	54,2
Katowice 2	0,0	0,0	0,0	55,2	0,0	0,0	0,0	44,6
Suma: nowe projekty	0,0	2,9	230,2	583,2	0,0	2,3	166,4	406,2
Suma: łącznie	156,4	490,3	314,6	583,2	101,2	312,3	218,2	406,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.
Przewidywane inwestycje komercyjne J.W.Construction
Inwestycje komercyjne J.W. Construction: charakterystyka

Nazwa	Lokalizacja	Udział Polnordu	m2 powierzchni	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Koszt całkowity z m2 (bez VAT)
Jerozolimskie Point	Warszawa	100%	3 561	Q1 2010	Q4 2011	6 869
Pileckiego	Warszawa	100%	7 583	Q3 2011	Q2 2013	6 820
Nowa Dana	Szczecin	100%	33 055	Q3 2011	Q3 2013	7 081
Powstańców Śląskich	Wrocław	100%	24 000	H1 2012	Q1 2014	7 808

Źródło: DI BRE Banku S.A.
Inwestycje komercyjne J.W. Construction: NOI i czynsze

Nazwa	NOI (mln PLN)				Czynsz (EUR z m2)*			
	2011P	2012P	2013P	2014P	2011P	2012P	2013P	2014P
Jerozolimskie Point	0,6	2,5	2,6	2,6	14,9	15,4	15,8	
Pileckiego			2,7	5,6			15,5	15,9
Nowa Dana			5,8	23,8			14,9	15,4
Powstańców Śląskich				17,7				17,5
Suma	0,6	2,5	11,1	49,8				

*Źródło: DI BRE Banku S.A.; * EUR/PLN = 3,9*
Inwestycje komercyjne J.W. Construction: yieldy i wycena nieruchomości (bilans)

Nazwa	Yield				Wycena				
	2011P	2012P	2013P	2014P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Jerozolimskie Point	8,0%	7,7%	7,7%	7,7%	20,1	30,2	32,3	33,3	34,3
Pileckiego	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	3,2	10,3	47,5	78,3	80,7
Nowa Dana	7,8%	7,5%	7,5%	7,5%	12,2	48,6	186,9	308,1	317,3
Powstańców Śląskich	8,1%	7,8%	7,5%	7,5%	28,3	29,3	88,1	217,7	236,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje komercyjne J.W. Construction: CAPEX / rok i skumulowany CAPEX

(mln PLN)	CAPEX					Skumulowany CAPEX				
Nazwa	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Jerozolimskie Point	3,1	4,3	0,0	0,0	0,0	20,1	24,5	24,5	24,5	24,5
Pileckiego	0,5	7,1	22,0	19,4	0,0	3,2	10,3	32,3	51,7	51,7
Nowa Dana	0,5	34,6	99,5	87,8	0,0	12,2	46,8	146,3	234,1	234,1
Powstańców Śląskich	0,3	1,0	45,7	103,1	9,4	28,3	29,3	75,0	178,0	187,4
Suma	4,3	47,0	167,2	210,2	9,4	63,9	110,9	278,0	488,2	497,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje komercyjne J.W. Construction: rozpoznana marża dewel. i zysk na wycenie

(mln PLN)	Rozpoznana marża deweloperska				
Nazwa	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Jerozolimskie Point	0,0	5,7	7,9	8,8	9,8
Pileckiego	0,0	0,0	15,2	26,6	29,0
Nowa Dana	0,0	0,0	40,6	74,0	83,2
Powstańców Śląskich	0,0	0,0	13,2	39,7	48,6
Zysk na wycenie (mln PLN)		5,7	71,1	72,2	21,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników w segmentach działalności
Wyniki J.W.Construction w segmentach działalności

	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody							
Sprzedaż mieszkań	156,4	490,3	314,6	583,2	641,5	662,1	683,3
Wynajem powierzchni		0,6	2,5	11,1	49,8	51,3	52,8
Hotelarstwo	3,8	25,1	39,0	40,2	41,4	42,6	43,9
TBS	3,0	12,3	12,7	13,1	13,5	13,9	14,3
Budownictwo							
Suma	163,1	528,3	368,8	647,6	746,2	769,9	794,3
Zysk brutto na sprzedaży							
Sprzedaż mieszkań	55,1	178,0	96,4	177,0	182,8	182,1	177,6
Wynajem powierzchni		0,6	2,5	11,1	49,8	51,3	52,8
Hotelarstwo	0,2	1,5	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6
TBS	1,3	5,7	6,4	6,5	6,7	6,9	7,2
Budownictwo							
Suma	56,6	185,8	111,1	200,6	245,6	246,7	244,2
Marża brutto na sprzedaży							
Sprzedaż mieszkań	35,3%	36,3%	30,6%	30,3%	28,5%	27,5%	26,0%
Wynajem powierzchni	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Hotelarstwo	4,4%	6,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
TBS	42,3%	46,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Budownictwo							
Marża ogółem	34,7%	35,2%	30,1%	31,0%	32,9%	32,0%	30,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy sprzedaży, wielkości oferty i zapasów
Prognozy wyników sprzedaży

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Sprzedaż netto	360	1 730	1 922
Oferta	1 530	2 320	2 320

Źródło: DI BRE Banku

Prognozy zapasów („kontrakty budowlane” – aktywa)

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Zapasy na początek roku	690,0	626,2	534,5
CAPEX netto	0,0	-99,2	107,5
Oddania mieszkań w Q4 2010	-106,5		
Zmiana zapasów gruntowych *	0,0	-32,5	-6,3
Zakupy gruntów	42,7	40,0	40,0
Zapasy na koniec roku	626,2	534,5	675,7

Źródło: DI BRE Banku; * przeniesienie do pozycji CAPEX

Wycena akcji J.W.Construction

Akcje J.W.Construction wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 16,3 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 5,2% wyższa 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	15,4	90%
Wycena metodą porównawczą	12,3	10%
Średnia	15,1	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%	
Cena docelowa	16,3	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji J.W.Construction metodą porównawczą

Uważamy, że coraz istotniejsze stają się wskaźniki zysku deweloperów. W efekcie, największą wagę przyznajemy wskaźnikom P/E na lata 2011-2013 (45%). Waga wskaźników EV/EBITDA to 25%. Uważamy, że na tle innych branż wskaźnik ten jest zawyżony, z uwagi na fakt, że deweloperzy mieszkaniowi dużą część kosztów finansowych w kosztach własnych sprzedaży. Wskaźnik EV/EBITDA ma również tę charakterystykę, że prezentuje się stosunkowo niekorzystnie w przypadku firm działających również w segmencie komercyjnym. Wagę wskaźnika P/BV ustaliliśmy na 30% (wcześniej: 45%). W wycenie porównawczej uwzględniamy lata 2011-2013. Uważamy, że rok 2010 jest już historią.

Wycena porównawcza akcji J.W.Construction

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	1,20	1,10	1,03	12,4	7,9	7,4	11,6	5,9	4,9
Polnord	0,59	0,56	0,51	12,1	7,1	6,5	11,5	6,2	5,5
Robyg	1,16	0,99	0,93	12,9	4,9	5,9	15,7	4,8	6,3
Mediana	1,16	0,99	0,93	12,4	7,1	6,5	11,6	5,9	5,5
J.W. Construction	1,38	1,23	1,02	8,7	11,4	5,9	7,7	10,7	6,8
Premia (dyskonto)	18,7%	23,8%	10,0%	-29,6%	60,5%	-8,0%	-33,5%	81,7%	22,0%
Waga wskaźnika	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%	10,0%	0,0%	15,0%	10,0%
Wycena	1,3	1,3	1,4	3,3	1,9	1,7	0,0	0,4	1,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań w oparciu o bieżące i oczekiwane ceny sprzedaży.
- Koszty budowy w oparciu o bieżące i prognozowane koszty budowy.
- Wzrost kosztów budowy o 3% rocznie od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wskaźniki docelowego poziomu zapasów ujednoczone dla wszystkich deweloperów (zapasy wystarczające na 4 lata działalności na koniec 2020 roku).
- Wydatki na nowe grunty w 2011 roku w wysokości 40 mln PLN i w 2012 roku w wysokości 40 mln PLN.
- Brak wypłat dywidendy w okresie prognozy.



Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	528,3	368,8	647,6	737,4	760,8	785,0	809,2	834,2	859,2	885,0	
<i>zmiana</i>	-14,9%	-30,2%	75,6%	13,9%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	
EBITDA	147,3	71,2	157,5	195,2	194,3	189,9	191,8	197,2	202,6	204,4	
<i>marża EBITDA</i>	27,9%	19,3%	24,3%	26,5%	25,5%	24,2%	23,7%	23,6%	23,6%	23,1%	
Amortyzacja	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	
EBIT	136,2	125,4	212,9	199,8	197,5	193,7	196,2	202,2	208,3	210,8	
Wycena nieruchomości	-5,7	-71,1	-72,2	-21,6	-20,0	-20,6	-21,3	-21,9	-22,6	-23,2	
EBIT (bez wyceny nieruchomości)	130,4	54,3	140,6	178,3	177,5	173,0	174,9	180,3	185,8	187,5	
<i>marża EBIT</i>	24,7%	14,7%	21,7%	24,2%	23,3%	22,0%	21,6%	21,6%	21,6%	21,2%	
Opodatkowanie EBIT	24,8	10,3	26,7	33,9	33,7	32,9	33,2	34,3	35,3	35,6	
NOPLAT	105,6	44,0	113,9	144,4	143,7	140,2	141,7	146,1	150,5	151,9	
CAPEX	-68,9	-184,0	-227,1	-26,3	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	
Kapitał obrotowy	62,1	-200,7	104,5	40,8	23,5	24,6	23,1	22,5	22,5	-8,6	
FCF	115,8	-323,9	8,2	175,9	167,2	164,8	164,8	168,6	172,9	143,3	147,6
WACC	9,8%	9,1%	9,0%	9,3%	9,6%	10,0%	10,6%	11,1%	11,1%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,1%	83,5%	76,6%	70,1%	64,0%	58,2%	52,6%	47,3%	42,6%	38,6%	
PV FCF	105,4	-270,5	6,3	123,3	107,0	95,8	86,7	79,8	73,7	55,3	
WACC	9,8%	9,1%	9,0%	9,3%	9,6%	10,0%	10,6%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,6%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
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	29%	45%	46%	40%	33%	24%	12%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	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)	1 955,3										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	753,8										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	462,7										
Wartość firmy (EV)	1 216,6										
Dług netto	439,4										
Pozostałe nieruchomości inwest.	12,4										
Aktywa finansowe	42,8										
Wartość firmy	832,3										
Liczba akcji (mln)	54,1										
Wartość firmy na akcję (PLN)	15,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	16,7										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	8,6										
P/E('10) dla ceny docelowej	8,7										
Udział TV w EV	62%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	15,0	15,9	16,9	18,0	19,4
WACC -0,5pp	14,9	15,8	16,8	17,9	19,2
WACC	14,8	15,7	16,7	17,8	19,1
WACC +0,5pp	14,7	15,6	16,6	17,7	19,0
WACC +1,0pp	14,6	15,5	16,5	17,6	18,9

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	781,1	721,4	713,3	620,6	528,3	368,8	647,6
<i>zmiana</i>	7,5%	-7,6%	-1,1%	-13,0%	-14,9%	-30,2%	75,6%
Koszt własny sprzedaży	532,5	509,8	528,0	427,7	342,5	257,7	446,9
Zysk brutto na sprzedaży	248,6	211,6	185,3	192,9	185,8	111,1	200,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,8%	29,3%	26,0%	31,1%	35,2%	30,1%	31,0%
Koszty sprzedaży	-28,6	-27,4	-20,8	-25,6	-26,0	-26,5	-27,3
Koszty ogólnego zarządu	-24,9	-28,8	-25,7	-26,6	-27,4	-28,2	-29,0
Wycena nieruchomości					5,7	71,1	72,2
Pozostała działalność operacyjna netto	3,4	-14,2	3,9	6,6	-2,0	-2,1	-3,6
EBIT	198,6	141,1	142,7	147,3	136,2	125,4	212,9
<i>zmiana</i>	10,3%	-28,9%	1,1%	3,2%	-7,6%	-7,9%	69,7%
<i>marża EBIT</i>	25,4%	19,6%	20,0%	23,7%	25,8%	34,0%	32,9%
Wynik na działalności finansowej	-14,5	-15,8	-23,5	-29,2	-17,1	-34,6	-38,9
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	184,1	125,3	119,2	118,1	119,0	90,9	174,0
Podatek dochodowy	-36,0	-24,4	-18,8	-22,6	-22,6	-17,3	-33,1
Zysk netto	148,1	100,9	100,4	95,4	96,4	73,6	140,9
<i>zmiana</i>	12,2%	-31,9%	-0,5%	-4,9%	1,0%	-23,7%	47,7%
<i>marża</i>	19,0%	14,0%	14,1%	15,4%	18,2%	20,0%	21,8%
Amortyzacja	13,3	17,4	14,0	12,6	16,9	16,9	16,9
EBITDA	211,9	158,5	156,8	159,9	153,0	142,3	229,8
<i>zmiana</i>	11,0%	-25,2%	-1,1%	2,0%	-4,3%	-7,0%	61,4%
<i>marża EBITDA</i>	27,1%	22,0%	22,0%	25,8%	29,0%	38,6%	35,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1
EPS	2,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,4	2,6
CEPS	3,0	2,2	2,1	2,0	2,1	1,7	2,9
ROAE	39,9%	23,1%	27,1%	20,6%	17,2%	12,3%	19,7%
ROAA	12,2%	6,1%	6,1%	6,5%	6,6%	4,6%	7,9%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 424,0	1 477,7	1 744,6	2 084,6
Majątek trwały	381,0	472,4	425,7	519,2	577,0	815,2	1 097,7
WNIPI	12,4	11,2	6,8	6,0	6,0	6,0	6,0
Wartość firmy	16,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	299,3	354,7	359,7	383,5	388,5	388,5	388,5
Inwestycje długoterminowe	15,3	45,1	5,0	26,8	26,8	26,8	26,8
Nieruchomości inwestycyjne	12,3	12,4	12,4	63,9	116,6	354,9	637,4
Pozostałe	25,0	36,6	29,4	26,7	26,7	26,7	26,7
Majątek obrotowy	1 130,5	1 306,0	1 097,3	904,7	900,7	929,3	986,9
Zapasy	28,3	42,9	38,4	22,6	15,8	27,7	31,6
Należności	66,4	79,5	57,3	49,3	42,0	29,3	51,5
Kontrakty budowlane	875,1	1 127,3	916,2	626,2	534,5	675,7	660,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	11,7	17,0	14,5	21,4	21,4	21,4	21,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	75,3	36,7	27,2	169,2	271,1	159,2	205,8
Inne	73,7	2,7	43,7	16,0	16,0	16,0	16,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 424,0	1 477,7	1 744,6	2 084,6
Kapitał własny	549,5	325,7	416,2	511,6	608,0	681,6	822,5
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	370,8	283,3	203,7	333,7	334,8	588,3	672,1
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	287,4	251,2	183,9	306,3	306,3	546,3	616,3
Rezerwy i inne	83,4	32,1	19,8	27,4	28,5	42,0	55,7
Zobowiązania krótkoterminowe	591,3	1 169,4	903,0	578,6	534,9	474,6	590,0
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	297,2	417,4	418,3	302,2	302,2	302,2	302,2
Zobowiązania wobec dostawców	118,9	140,4	111,2	105,5	84,5	63,5	110,2
Kontrakty budowlane	156,5	585,8	346,5	153,0	130,3	90,9	159,7
Inne	18,6	25,7	27,1	17,9	17,9	17,9	17,9
Dług	584,6	668,6	602,2	608,6	608,6	848,6	918,6
Dług netto	509,3	631,9	575,1	439,4	337,5	689,4	712,8
(Dług netto / Kapitał własny)	92,7%	194,0%	138,2%	85,9%	55,5%	101,2%	86,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,4	4,0	3,7	2,7	2,2	4,8	3,1
BVPS	10,4	6,0	7,7	9,5	11,2	12,6	15,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-216,7	-93,8	108,9	193,0	187,9	-133,3	242,7
Zysk netto	148,1	100,9	100,4	95,4	96,4	73,6	140,9
Amortyzacja	13,3	17,4	14,0	12,6	16,9	16,9	16,9
Kapitał obrotowy	-446,5	-236,9	-28,0	73,7	62,1	-200,7	104,5
Pozostałe	68,4	24,8	22,5	11,2	12,5	-23,0	-19,6
Przepływy inwestycyjne	-96,6	27,9	-15,3	-34,9	-68,9	-184,0	-227,1
CAPEX	-19,6	-5,4	-14,9	-35,2	-68,9	-184,0	-227,1
Inwestycje kapitałowe	-10,3	60,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-66,7	-26,7	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	351,3	27,3	-103,2	-16,1	-17,1	205,4	31,1
Emisja akcji	244,8	-2,5	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	126,7	5,0	-119,0	24,6	0,0	240,0	70,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-20,2	24,8	17,8	-40,7	-17,1	-34,6	-38,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	38,0	-38,6	-9,5	142,0	101,9	-111,9	46,7
Środki pieniężne na koniec okresu	75,3	36,7	27,2	169,2	271,1	159,2	205,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF			0,0	0,0	115,8	-323,9	8,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,5%	0,7%	2,1%	5,7%	13,0%	49,9%	35,1%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	5,5	8,4	8,3	8,8	8,7	11,4	5,9
P/CE	5,1	7,2	7,3	7,8	7,4	9,3	5,3
P/BV	1,5	2,6	2,0	1,6	1,4	1,2	1,0
P/S	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	2,3	1,3
FCF/EV			0,0%	0,0%	9,8%	-21,2%	0,5%
EV/EBITDA	6,3	9,3	9,0	8,0	7,7	10,7	6,8
EV/EBIT	6,7	10,5	9,9	8,7	8,6	12,2	7,3
EV/S	1,7	2,0	2,0	2,1	2,2	4,1	2,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	15,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,0	54,4	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1
MC (mln PLN)	821,8	843,0	838,1	838,1	838,1	838,1	838,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 331,1	1 474,9	1 413,2	1 277,5	1 175,7	1 527,6	1 550,9

7 stycznia 2011

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	32,2 PLN
Cena docelowa	43,5 PLN
Kapitalizacja	0,76 mld PLN
Free float	0,31 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,54 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	35,61%
Templeton Asset Management	13,91%
Pozostali	50,48%

Profil spółki

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

Polnord

PND PW; PNOR.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Poprawa wyników i dyskonto do BV

Polnord w większości zrealizował nasze prognozy dotyczące uruchomienia nowych inwestycji mieszkaniowych. Nie udało się rozpocząć jedynie projektu Villa Botanica w Powsinie (Warszawa) i małej inwestycji Galeon w Gdańsku. Udało się także pozyskać kredyt pod budowę nowego budynku biurowego (uruchomienie budowy przewidywaliśmy na Q3 2010). Postępują prace nad przygotowaniem kolejnych inwestycji (Wyspa Spichrzów, CH na Wilanowie). Spółka pracuje nad kolejnymi umowami typu PPP, które są o tyle korzystne, że nie wymagają od firmy poniesienia nakładów na zakup gruntów. Rok 2011 powinien przynieść rozpoczęcie kolejnych inwestycji, wzrost sprzedaży mieszkań i spadek kosztów zarządu (zapowiadany brak sponsoringu sportu). Stopniowo spółka będzie uwalniać środki zamrożone w gruntach i generować zyski, co przełoży się na spadek długu netto. Dużą poprawę wyników i poziomu długu netto może przynieść pozyskanie odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Pomimo sprawy sądowej w toku, sądzimy, że najbardziej prawdopodobne jest polubowne rozwiązanie sprawy. W przypadku zgody miasta na ugodę, środki przeznaczone na wykup gruntów powinny znaleźć się w budżecie miasta na rok 2011 (wówczas Polnord w 2011 roku mógłby otrzymać ok. 70 mln PLN). Poprawa struktury oferty powinien przynieść wzrost sprzedaży mieszkań w 2011 roku. W 2010 roku Polnord oferował głównie duże gotowe mieszkania na Wilanowie i małe mieszkania w innych lokalizacjach, na etapie „dziury w ziemi”. Spółka jest atrakcyjna, pod względem przyszłych wyników, jak i dużego dyskonta do BV. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

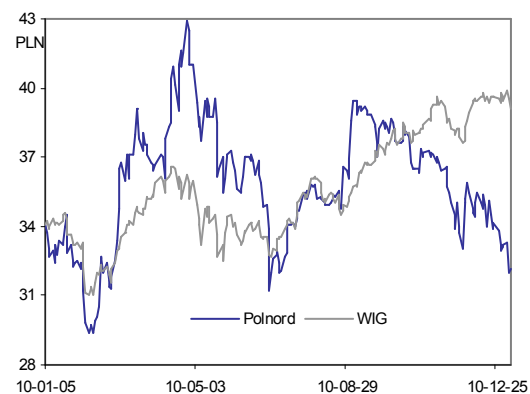
Struktura oferty mieszkań ulegnie poprawie

Wyniki sprzedaży mieszkań w Polnordzie nie zachwycają, co związane jest ze strukturą oferty dewelopera. Polnord oferuje dużą liczbę gotowych, dużych lokali na Wilanowie. Z uwagi na wysoką cenę, mieszkania te sprzedają się słabo. Poza tym, spółka posiada ofertę mieszkań mniejszych, w tym tych o standardzie popularnym. Ich sprzedaż jest umiarkowana, gdyż tylko w dużych miastach klient jest gotów na zakup „dziury w ziemi”. Oczekujemy, że w przyszłym roku wyniki sprzedaży mieszkań będą się poprawiać, z uwagi na wyczerpywanie się oferty dużych lokali na Wilanowie i postęp prac budowlanych w przypadku nowych projektów.

Petrolinvest a Polnord

Główny akcjonariusz Polnordu, Prokom Investments, posiada udziały w Petrolinvest i Bioton. Przed niekorzystnymi transakcjami z podmiotami powiązаныmi, akcjonariuszy Polnordu broni umowa o emisję obligacji zamiennych (konieczna zgoda właścicieli papierów na transakcję). Jedynym punktem ryzyka jest to, że Prokom gwarantuje kredyty Petrolinvest na kwotę 68,7 mln USD. Zabezpieczeniem gwarancji mogą być m.in. walory Polnordu, będące w posiadaniu Prokomu.

Kurs akcji PND na tle WIG

**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	221,3	189,7	352,9	403,4	538,7
EBITDA	106,9	36,8	91,2	143,5	163,0
marża EBITDA	48,3%	19,4%	25,9%	35,6%	30,3%
EBIT	104,9	34,8	89,1	141,4	160,9
Zysk netto	63,6	48,3	58,9	114,1	125,1
P/E	11,2	14,7	12,1	7,1	6,5
P/CE	10,8	14,1	11,7	7,0	6,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	12,9	39,1	15,5	8,8	7,8
DYield	0,0%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q3 2010

Lepszy niż oczekiwany dodatni wynik netto Polnord zawdzięcza wycenom nieruchomości komercyjnych (8,0 mln PLN) oraz wyższemu niż zakładany w prognozie dodatniemu wynikowi na sprzedaży udziałów w projekcie budowy centrum handlowego na Wilanowie (+42,7 mln PLN, prognoza: +20 mln PLN). Z uwagi na specyfikę związaną z księgową prezentacją tych pozycji i możliwe transakcje związane, na razie trudno odnieść się jednoznacznie do poszczególnych kwot. Uważamy, że zysk na sprzedaży udziałów w CH Wilanów to typowe zdarzenie jednorazowe. Na poziomie operacyjnym (marża brutto ze sprzedaży, koszty ogólne) wynik Q3 2010 jest bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Ostatecznie, wyniki Q3 2010 oceniamy lekko pozytywnie (możliwy większy pozytywny wpływ gotówkowy transakcji z GTC).

Wyniki Q3 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q3 2010	Q3 2010P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q3 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	41,3	37,0	11,5%	41,4	-0,3%	66,7	-38,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,7	7,8	10,5%	-	-	21,7	-60,0%
Marża %	21,0%	21,2%	-	-	-	32,5%	157,4%
Zysk na wycenie nieruchomości	8,0	11,0	-27,6%	-	-	15,2	-47,6%
EBIT	-3,7	0,0	-	0,0	-	24,6	-115,0%
Zysk brutto przed opodatkowaniem	24,1	12,0	100,2%	-	-	21,7	11,1%
Zysk netto	19,5	9,8	99,9%	9,4	107,5%	17,1	13,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wynik z działalności operacyjnej jest zbliżony do naszych oczekiwań – przychody okazały się wyższe od naszych prognoz, ale marża brutto na sprzedaży jest zgodna z założeniami (21%, prognoza: 21,2%). Koszty ogólne wyniosły w Q3 18,9 mln PLN (prognoza: 18,5 mln PLN). Ostatecznie, Polnord wygenerował 10,3 mln PLN straty na sprzedaży (prognoza: 10,7 mln PLN straty na sprzedaży). Wycena nieruchomości inwestycyjnych netto wyniosła 8,0 mln PLN (prognoza: 11,0 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto to 1,4 mln PLN (prognoza: 0,3 mln PLN). Ostatecznie EBIT w wysokości -3,7 mln PLN jest niższy od naszych oczekiwań (0,0 mln PLN), przy czym za odchylenie odpowiada niższa dodatnia wycena nieruchomości.

Saldo działalności finansowej wyniosło +27,8 mln PLN (prognoza: +12,0 mln PLN). Za wyższe saldo działalności finansowej odpowiada głównie zysk ze zbycia jednostki zależnej (42,7 mln PLN). Zysk na sprzedaży aktywów prognozowaliśmy na poziomie 20 mln PLN. Saldo pozostałych kosztów operacyjnych netto, z wyłączeniem zysku na sprzedaży jednostki zależnej, to 14,9 mln PLN (prognoza: 8,0 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 18,2%.

Plany inwestycyjne, struktura i aktywa Polnordu

Polnord i Petrolinvest

Transakcje z podmiotami powiązаныmi są utrudnione

Umowa emisji obligacji zamiennych chroni akcjonariuszy mniejszościowych przed ewentualnymi niekorzystnymi transakcjami z podmiotami powiązаныmi. Na transakcje takie muszą wyrazić zgodę obligatariusze, w przeciwnym przypadku mogą żądać wykupu papierów przez Polnord. Nie przewidujemy w najbliższym czasie transakcji z podmiotami powiązаныmi.

Akcje Polnordu zabezpieczeniem gwarancji Prokomu?

Prokom gwarantuje kredyty Petrolinvestu w PKO BP na kwotę 68,7 mln USD. Kwota kredytu w PKO BP stopniowo zmniejsza się. Zabezpieczeniem gwarancji udzielonych przez Prokom mogą być różne aktywa firmy, w tym m.in. akcje Polnordu. W zależności od sukcesów Petrolinvestu w poszukiwaniu ropy, można wyobrazić sobie trzy różne scenariusze:

Scenariusz 1: Prace poszukiwawcze nie przynoszą skutków, Prokom sprzedaje akcje Polnordu, w celu dokapitalizowania Petrolinvestu.

Scenariusz 2: Petrolinvest znajduje ropę lub pozyskuje nowy kapitał, zabezpieczający finansowanie prowadzonych prac.

Scenariusz 3: Prace poszukiwawcze nie przynoszą skutków, Petrolinvest upada, a PKO BP w ramach gwarancji udzielonych przez Prokom przejmuje część walorów Polnordu. Następnie bank szuka inwestora branżowego (pozytywne dla kursu), lub podejmuje próbę sprzedaży papierów dewelopera na rynku (w krótkim terminie negatywne dla kursu).

Nie jesteśmy w stanie przyporządkować scenariuszom prawdopodobieństw realizacji. Sądzymy, że gdyby Scenariusz 1 miał się zrealizować, to miałyby już to miejsce wcześniej. Możliwość realizacji Scenariusza 3 zaś jest zależna od oceny działalności i perspektyw Petrolinvestu, której się nie podejmujemy. Scenariusz 3 jest jedynie próbą odpowiedzi na pytania inwestorów, jak sytuacja Petrolinvestu w skrajnych sytuacjach mogłaby wpływać na działalność i wycenę Polnordu.

Zmiany planów inwestycyjnych Polnordu

Villa Botanica i Galeon

Polnord wcześniej rozważał rozpoczęcie w 2010 roku inwestycji Villa Botanica w Powsinie (Warszawa) i Galeon w Gdańsku. Plany te nie zostały zrealizowane. Villa Botanica to podzielony na etapy projekt mieszkaniowy Fadesy Polnord. Inwestycja miała łącznie liczyć prawie 30 tys. PUM. Przyczyną opóźnień w rozpoczęciu budowy jest brak infrastruktury. Fadesa Polnord raczej nie zdecyduje się zbudować infrastruktury samodzielnie i będzie czekać, aż infrastrukturę tą zbuduje miasto. Rozpoczęcie 1 etapu inwestycji Villa Botanica zakładamy w 2012 roku. Inwestycja Galeon to planowany apartamentowiec, liczący 5100 PUM, zlokalizowany w pobliżu projektu Wyspa Spichrzów. Polnord nie rozpoczął realizacji projektu, gdyż rozważa sprzedaż działki z zyskiem. Scenariusza takiego nie uwzględniamy w prognozach. Polnord nie rozpoczął także realizacji małego biurowca w Gdańsku, przy ul. Kartuskiej (ok. 1,8 tys. m² powierzchni najmu). Inwestycja również może zostać sprzedana.

Inwestycje rosyjskie Polnordu

Polnord posiada udziały w 4 inwestycjach w Rosji. Są to:

- 1) projekty mieszkaniowe Leżena I (30,9% udziałów) i Leżena II (40% udziałów);
- 2) inwestycja biurowa w Nowosybirsku (50% udziałów);
- 3) grunt pod planowany biurowiec w Saratowie (100% udziałów).

W 2010 roku Polnord przejął 50% udziałów w spółce celowej powołanej do realizacji inwestycji w Saratowie, w zamian za pożyczki udzielone wcześniej spółce. Działka wystawiona jest obecnie na sprzedaż. Inwestycja w Nowosybirsku jest już ukończona. Biurowiec w Nowosybirsku liczy około 11,9 tys. m² powierzchni, z czego na Polnord przypada 50%. 6 tys. m² powierzchni w budynku zostało sprzedane. Pozostała powierzchnia, czyli 5,9 tys. m², jest w 85% wynajęta. W 80% są to krótkie, roczne umowy najmu.

W projekcie Leżena I, liczącym 12,6 tys. PUM, Polnord posiada 30,9% udziałów. W projekcie Leżena II, liczącym 15,8 tys. PUM, Polnord posiada 40% udziałów. Leżena I została już ukończona i częściowo przekazana do użytkowania. Leżena II zostanie zakończona w Q2 2011. W obu inwestycjach sprzedano około 10% lokali. Przyczyną niskiej sprzedaży jest m.in. wysoka cena mieszkań. Obie inwestycje finansowane są z pożyczek Polnordu. Częściowo wynagrodzenie za usługi budowlane jest płacone w postaci wybudowanych lokali. Polnord chciałby skonwertować udzielone do spółek celowych pożyczki na powierzchnię mieszkaniową. W efekcie, po ukończeniu budowy Leżeny II, możliwy byłby pełen podział wybudowanej powierzchni między udziałowców.

Szacunki dotyczące inwestycji rosyjskich

Nie dysponujemy pełnymi danymi na temat kosztów budowy i sprzedaży w ramach inwestycji rosyjskich. Zakładamy, że wpływy gotówkowe z inwestycji w ciągu 2 najbliższych lat wyniosą około 100 mln PLN i będą zbliżone do kosztów poniesionych na budowę (założenie konserwatywne). Wpływy te w pozycjach bilansowych znajdują odzwierciedlenie w oczekiwanym spadku pozostałych aktywów obrotowych i należności. W spadku tym odzwierciedlona jest też oczekiwana spłata pożyczek, udzielonych spółce Fadesa Polnord (w części nie konsolidowanej przez Polnord metodą proporcjonalną).

Ewentualna marża na inwestycjach rosyjskich rzędu 10-15% byłaby dla nas zdarzeniem pozytywnym, jednak o ograniczonym znaczeniu, z uwagi na sporą kapitalizację spółki. 10-15 mln PLN marży to 1,3-2% kapitalizacji Polnordu.

Pozostałe aktywa Polnordu

Grunty pod drogi

Polnord posiada 22,3 ha gruntów, które przeznaczone zostały pod budowę dróg na Wilanowie. Chodzi o część Al. Rzeczpospolitej i przyszłą obwodnicę Warszawy (droga S2). Polnord przekazał już część gruntów pod realizację Al. Rzeczpospolitej i z tego tytułu, w oparciu o art. 98 Ustawy o Gospodarce Nieruchomościami, oczekuje odszkodowania od Miasta. Miasto

odmówiło wypłaty odszkodowania w 2010 roku, w efekcie, Polnord wniósł sprawę do sądu. Rozprawa przed Wojewódzkim Sądem Administracyjnym ustaliła, że decyzja o prezydenta Warszawy i Wojewody Mazowieckiego w sprawie odmowy wypłaty odszkodowania była nieuzasadniona. W efekcie, widzimy możliwe dwie opcje rozstrzygnięcia sprawy:

- miasto zgodzi się na ugodę z Polnordem, częściowo odszkodowanie zostanie wypłacone już w 2011 roku;
- miasto odwoła się od decyzji WSA, w takim przypadku należy się liczyć z dłuższą ścieżką administracyjną, choć jednocześnie potencjalna wielkość odszkodowania może być wyższa;

Sądzymy, że scenariusz ugody jest realny. Polnord mógłby wówczas w 2011 roku otrzymać część odszkodowania w wysokości około 70 mln PLN, co pozytywnie wpływałoby na stan zadłużenia netto i wskaźnik EV/EBITDA. Wycenę gruntów pod drogi uwzględniamy w wycenie spółki, zaś potencjalny zysk na ich sprzedaży pomijamy w prognozach zysków.

Pożyczki, należności, aktywa finansowe...

Na koniec Q3 2010 Polnord posiadał 68,8 mln PLN należności handlowych, 69,9 mln PLN pozostałych aktywów obrotowych, 31,9 mln PLN należności długoterminowych, 41,7 mln PLN aktywów finansowych i 69,6 mln PLN inwestycji w jednostkach stowarzyszonych.

- 1) Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych (69,6 mln PLN) to 50% udziałów w spółce celowej powołanej do realizacji centrum handlowego na Wilanowie. Z przyczyn formalnych (zapisy umowy inwestycyjnej), Polnord nie może konsolidować udziałów metodą proporcjonalną. Zakładamy, że na koniec 2011 roku inwestycje w jednostkach stowarzyszonych zostaną częściowo przeksięgowane do pozycji nieruchomości inwestycyjne, a częściowo będą podlegać kompensacie z zobowiązaniami lub rezerwami. Połowa z 69,6 mln PLN odpowiada nie przeszacowanej wartości działki pod CH Wilanów. Środki te zostały już zapłacone, tzn. ewentualne przeksięgowania są neutralne z punktu widzenia cash flow.
- 2) Na aktywa finansowe rzędu 41,7 mln PLN składa się:
 - pakiet akcji DSS wyceniany w bilansie na około 17 mln PLN (670 375 akcji), w wycenie uwzględniamy go w wartości rynkowej (10,8 mln PLN);
 - udziały w spółce celowej powołanej do realizacji projektu Wilanów Zdrowa (Polnord posiada 15% udziałów, Roby: 85% udziałów). Wartość udziałów ujmujemy w wycenie w kwocie bilansowej (19 mln PLN);
 - pozostała kwota to część pożyczek udzielonych firmie Fadesa Prokom (spółka realizująca inwestycje Ostroja Wilanów, Villa Botanica i Osiedle Innova).
- 3) Należności długoterminowe na kwotę 31,9 mln PLN to potencjalne należności od GTC, skalkulowane w oparciu o wycenę inwestycji, dokonaną przez Polnord w Q3 2010. Należności te podlegają wycenie, z uwagi na koszt pieniądza w czasie.
- 4) Inne krótkoterminowe aktywa finansowe na 69,9 mln PLN to głównie pożyczki do spółek rosyjskich i Fadesy Polnord.

Program inwestycyjny Polnordu

Przewidywane inwestycje mieszkaniowe Polnordu

Nowe inwestycje mieszkaniowe Polnordu

Nazwa projektu	Udział Polnordu	PUM do przekazania	Ilość mieszkań do przekazania	Rozpoczęcie	Zakończenie	Cena / PUM *	Koszt/ PUM
Inwestycje gotowe							
Wilanowska V	50%	1 776	30 -		Ukończony	5 350	3 700
Srebrzysta Podkowa (b. 1 i 2)	100%	221	4 -		Ukończony	4 500	3 666
Kamienica Pod Wrzosem	100%	579	7 -		Ukończony	6 300	4 950
Apartamenty Albatros	100%	1 377	19 -		Ukończony	6 000	5 100
Osiedle Tęczowy Las E1	100%	552	10 -		Ukończony	4 600	3 675
City Park E1	100%	889	7 -		Ukończony	4 500	4 500
Kryształ Wilanowa	100%	4 298	35 -		Ukończony	7 100	6 500
Królewskie Przedmieście	33%	8 284	87 -		Ukończony	7 000	5 465
Ostoja Wilanów E2	49%	1 728	17 -		Ukończony	6 800	5 116
Ostoja Wilanów E3	49%	14 089	161 -		Ukończony	6 800	5 116
Ostoja Wilanów E4	49%	7 708	73 -		Ukończony	7 000	5 100
Ostoja Wilanów E5	49%	13 574	137 -		Ukończony	7 100	5 300
Nowe projekty							
Srebrzysta Podkowa (b. 3)	100%	1 322	28 -		Q4 2010	4 400	3 300
Sopocka Rezydencja	100%	9 617	162 -		Q2 2011	12 000	12 810
City Park E2	100%	5 800	87 -		Q1 2011	4 850	4 848
Ostoja Wilanów E6	49%	17 964	272 -		Q3 2011	7 200	5 178
Dobry Dom	100%	10 496	155 -		Q3 2011	7 200	5 135
Ku Słońcu E1	100%	12 277	222 -		Q4 2011	5 100	4 502
Ostoja Myśliwska	100%	13 770	229 -		Q3 '11 - Q2 '12	5 700	3 806
Osiedle Tęczowy Las E2	100%	6 751	139 -		Q4 2011	4 500	3 109
Osiedle Innova E1	49%	15 156	236 -		Q3 '12 - Q1 '13	5 900	4 088
Felin E1	100%	5 900	116	Q1 2011	Q1 2012	4 900	3 484
Dobry Dom E2	100%	9 300	135	Q1 2011	Q3 2012	7 200	4 813
City Park E3 b.1	100%	4 700	71	Q2 2011	Q4 2012	4 850	4 848
Ku Słońcu E2	100%	15 600	280	Q2 2011	Q4 2012	5 100	4 556
Osiedle Innova - E3, E5, E6	49%	12 500	244	Q3 2011	Q1 2013	5 900	4 187
Ostoja Wilanów E7	49%	19 700	208	Q4 2011	Q3 2013	7 000	4 858
Wyspa Spichrzów E1	51%	9 800	240	Q3 2011	Q2 2013	9 000	6 946
Dobry Dom E3	100%	9 200	153	H1 2012	H2 2013	7 416	4 940
Felin E2	100%	5 800	105	H1 2012	H2 2013	5 047	3 571
City Park E3 b.2	100%	4 600	84	H1 2012	H2 2013	4 996	4 965
Villa Botanica	49%	12 700	195	H1 2012	H2 2013	6 644	4 873
Inne projekty	100%	27 500	500	H1 2012	H2 2013	6 000	4 647

Źródło: założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.; * cena bez VAT, z przynależnościami (garaż, komórka lokatorska)

Gotowe inwestycje Polnordu: prognozy wyników finansowych

(mln PLN) Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Inwestycje gotowe								
Wilanowska V	1,6	3,2	0,0	0,0	1,1	2,2	0,0	0,0
Srebrzysta Podkowa (bud. 1 i 2)	0,7	0,2	0,0	0,0	0,6	0,2	0,0	0,0
Kamienica Pod Wrzosem	2,6	1,0	0,0	0,0	2,0	0,8	0,0	0,0
Apartamenty Albatros	4,3	3,9	0,0	0,0	3,7	3,3	0,0	0,0
Osiedle Tęczowy Las E1	2,0	0,5	0,0	0,0	1,6	0,4	0,0	0,0
City Park E1	2,3	0,6	1,1	0,0	2,3	0,6	1,1	0,0
Kryształ Wilanowa	7,8	22,7	0,0	0,0	7,2	20,8	0,0	0,0
Królewskie Przedmieście	4,4	12,3	2,4	0,0	3,4	9,6	1,9	0,0
Ostoja Wilanów E2	2,7	3,0	0,0	0,0	2,0	2,3	0,0	0,0
Ostoja Wilanów E3	13,1	21,9	12,0	0,0	9,9	16,5	9,0	0,0
Ostoja Wilanów E4	9,1	17,4	0,0	0,0	6,6	12,7	0,0	0,0
Ostoja Wilanów E5	1,4	34,8	11,0	0,0	1,0	26,0	8,2	0,0
Suma: stare projekty	52,1	121,6	26,5	0,0	41,5	95,3	20,3	0,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje Polnordu: prognozy wyników finansowych

(mln PLN) Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży				Koszty własne sprzedaży			
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P
Srebrzysta Podkowa (b. 3)	0,0	5,8	0,0		0,0	4,4	0,0	
Sopocka Rezydencja	0,0	44,2	71,2		0,0	47,1	76,0	
City Park E2	0,0	21,3	6,8		0,0	21,3	6,8	
Ostoja Wilanów E6	0,0	55,7	7,7		0,0	40,0	5,5	
Dobry Dom	0,0	72,2	3,4		0,0	51,5	2,4	
Ku Słońcu E1	0,0	5,6	57,0		0,0	5,0	50,3	
Ostoja Myśliwska	0,0	18,9	59,6		0,0	12,6	39,8	
Osiedle Tęczowy Las E2	0,0	4,4	26,0		0,0	3,0	18,0	
Osiedle Innova E1	0,0	0,0	22,3	21,5	0,0	0,0	15,4	14,9
Felin E1	0,0	0,0	28,9	0,0	0,0	0,0	20,6	0,0
Dobry Dom E2	0,0	0,0	65,5	1,5	0,0	0,0	43,8	1,0
City Park E3 b.1	0,0	0,0	6,4	16,4	0,0	0,0	6,4	16,4
Ku Słońcu E2	0,0	0,0	12,8	66,8	0,0	0,0	11,4	59,7
Osiedle Innova - E3, E5, E6	0,0	0,0	0,0	36,1	0,0	0,0	0,0	25,6
Ostoja Wilanów E7	0,0	0,0	0,0	67,6	0,0	0,0	0,0	46,9
Wyspa Spichrzów E1	0,0	0,0	0,0	45,0	0,0	0,0	0,0	34,7
Dobry Dom E3				54,4				36,2
Felin E2				23,4				16,6
City Park E3 b.2				18,3				18,2
Villa Botanica				33,1				24,3
Inne projekty				132,0				102,2
Suma: nowe projekty	0,0	228,0	367,6	516,1	0,0	184,9	296,5	396,7
Suma: łącznie	52,1	349,6	394,2	516,1	41,5	280,2	316,7	396,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Przewidywane inwestycje komercyjne Polnordu

Inwestycje komercyjne Polnordu: charakterystyka

Nazwa	Lokalizacja	Udział Polnordu	m2 powierzchni	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Koszt całkowity z m2 (bez VAT)
Budynek Pol-Aqua	Warszawa	100%	7 299		Q1 2011	9 058
Wilanów Office Park B2	Warszawa	100%	6 400	Q1 2011	Q3 2012	7 736
Wilanów Office Park B3	Warszawa	100%	8 700	Q4 2010	Q2 2012	7 736
Wilanów Office Park B4	Warszawa	100%	8 000	Q1 2012	Q3 2013	7 933
CH Wilanów	Warszawa	50%	60 000	Q3 2011	Q1 2014	10 682
Wyspa Spichrzów E1	Gdańsk	51%	9 200	Q3 2011	Q4 2012	7 973

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje komercyjne Polnordu: NOI i czynsze

Nazwa	NOI (mln PLN)				Czynsz (PLN lub EUR z m2) *			
	2011P	2012P	2013P	2014P	2011P	2012P	2013P	2014P
Budynek Pol-Aqua *	3,3	6,8	7,0	7,2	75,0	77,3	79,6	82,0
Wilanów Office Park B2 *		0,9	4,7	4,9		60,0	61,8	63,7
Wilanów Office Park B3 *		1,3	6,5	6,6		60,0	61,8	63,7
Wilanów Office Park B4			0,9	6,2		15,5	16,0	16,4
CH Wilanów				36,2		24,3	25,0	25,8
Wyspa Spichrzów E1		0,3	3,5	3,6		15,5	16,0	16,4
Suma	3,3	9,3	22,6	64,6				

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * czynsz w PLN, w przeciwnym przypadku czynsz w EUR, EUR/PLN=3,9

Inwestycje komercyjne Polnordu: yieldy i wycena nieruchomości (bilans)

Nazwa	Yield				Wycena				
	2011P	2012P	2013P	2014P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Budynek Pol-Aqua	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	77,3	79,6	82,0	84,5	87,0
Wilanów Office Park B2	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	8,0	46,1	65,8	67,8	69,8
Wilanów Office Park B3	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	14,9	67,1	89,5	92,2	94,9
Wilanów Office Park B4		7,3%	7,0%	7,0%	8,8	13,2	39,7	85,4	88,0
CH Wilanów	7,1%	7,1%	6,8%	6,5%	58,9	123,6	321,3	516,2	556,2
Wyspa Spichrzów E1	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0	18,7	48,6	50,1	51,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje komercyjne Polnordu: CAPEX / rok i skumulowany CAPEX

Nazwa	CAPEX					Skumulowany CAPEX				
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Budynek Pol-Aqua	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	66,1	66,1	66,1	66,1	66,1
Wilanów Office Park B2	0,0	21,7	19,8	0,0	0,0	8,0	29,7	49,5	49,5	49,5
Wilanów Office Park B3	3,4	32,9	23,6	0,0	0,0	10,9	43,7	67,3	67,3	67,3
Wilanów Office Park B4		3,9	19,0	31,7	0,0	8,8	12,7	31,7	63,5	63,5
CH Wilanów	0,3	21,2	96,1	128,2	16,0	58,9	80,1	176,3	304,4	320,5
Wyspa Spichrzów E1	0,3	13,7	18,7	0,0	0,0	5,0	18,7	37,4	37,4	37,4
Suma	13,8	93,3	177,2	159,9	16,0	157,8	251,1	428,3	588,2	604,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje komercyjne Polnordu: rozpoznana marża deweloperska i zysk na wycenie

Nazwa	Rozpoznana marża deweloperska					
	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	
Budynek Pol-Aqua		11,2	13,5	15,9	18,4	20,9
Wilanów Office Park B2		0,0	16,4	16,3	18,3	20,3
Wilanów Office Park B3		4,0	23,4	22,2	24,9	27,6
Wilanów Office Park B4		0,0	0,0	8,0	21,9	24,5
CH Wilanów		0,0	43,5	145,1	211,7	235,7
Wyspa Spichrzów E1		0,0	0,0	11,2	12,7	14,2
Suma		15,2	96,7	218,7	307,9	343,2
Zysk na wycenie (mln PLN)		15,2	81,5	122,0	89,1	35,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników w segmentach działalności

Wyniki Polnordu w segmentach działalności

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody						
Sprzedaż mieszkań	52,1	349,6	394,2	516,1	544,5	562,4
Wynajem powierzchni	0,0	3,3	9,3	22,6	64,6	66,6
Suma	52,1	352,9	403,4	538,7	609,1	629,0
Zysk brutto na sprzedaży						
Sprzedaż mieszkań	10,6	69,4	77,4	119,4	128,0	126,5
Wynajem powierzchni	0,0	3,3	9,3	22,6	64,6	66,6
Suma	10,6	72,6	86,7	141,9	192,6	193,1
Marża brutto na sprzedaży						
Sprzedaż mieszkań	20,3%	19,8%	19,6%	23,1%	23,5%	22,5%
Wynajem powierzchni	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Marża ogółem	20,3%	20,6%	21,5%	26,4%	31,6%	30,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Oczekiwane LTV działalności deweloperskiej

Prognozy LTV (zadłużenie netto do wartości zapasów z tyt. projektów w budowie)

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Dług netto	727,6	701,8	455,3	461,5	251,8	67,4	-123,7	-324,0
Mieszkania w budowie	397,0	382,0	394,6	407,6	420,7	434,2	447,6	461,5
Nieruchomości komercyjne	173,0	347,8	647,0	896,1	947,5	975,9	1 005,2	1 035,4
Suma nieruchomości	570,0	729,8	1 041,7	1 303,7	1 368,2	1 410,1	1 452,8	1 496,9
LTV *	127,7%	96,2%	43,7%	35,4%	18,4%	4,8%	-8,5%	-21,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * z uwagi na długoterminowy charakter kredytów pod grunty i fakt, że część długu to obligacje zamienne, poziom zadłużenia nie budzi naszych obaw

Prognozy sprzedaży, wielkości oferty i zapasów

Prognozy wyników sprzedaży

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Sprzedaż netto	218	1 325	1 597
Oferta	1 469	1 438	1 438

Źródło: DI BRE Banku

Prognozy zapasów

(mln PLN)	Q4 2010P	2011P	2012P
Zapasy na początek roku	1 214,5	1 224,8	1 157,1
CAPEX	51,8	-15,0	-115,2
Oddania mieszkań w Q4 2010	-41,5		
Zmiana zapasów gruntowych *	0,0	-52,7	-48,4
Zakupy gruntów	0,0	0,0	0,0
Zapasy na koniec roku	1 224,8	1 157,1	993,5

Źródło: DI BRE Banku; * przeniesienie do pozycji 'mieszkania w budowie'

Wycena akcji Polnordu

Akcje Polnordu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 43,5 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 35,1% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Polnordu.

Wycena akcji Polnordu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	40,4	90%
Wycena metodą porównawczą	39,0	10%
Średnia	40,2	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%	
Cena docelowa	43,5	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Polnordu metodą porównawczą

Uważamy, że coraz istotniejsze stają się wskaźniki zysku deweloperów. W efekcie, największą wagę przyznajemy wskaźnikom P/E na lata 2011-2013. Waga wskaźników EV/EBITDA to 25%. Uważamy, że na tle innych branż wskaźnik ten jest zawyżony, z uwagi na fakt, że deweloperzy mieszkaniowi dużą część kosztów finansowych w kosztach własnych sprzedaży. Wskaźnik EV/EBITDA ma również tą charakterystykę, że prezentuje się stosunkowo niekorzystnie w przypadku firm działających również w segmencie komercyjnym. Wagę wskaźnika P/BV ustaliliśmy na 30% (wcześniej: 45%). W wycenie porównawczej uwzględniamy lata 2011-2013. Uważamy, że rok 2010 jest już historią.

Wycena porównawcza akcji Polnordu

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	1,20	1,10	1,03	12,4	7,9	7,4	11,6	5,9	4,9
J.W. Construction	1,38	1,23	1,02	8,7	11,4	6,0	7,7	10,7	6,7
Robyg	1,16	0,99	0,93	12,9	4,9	5,9	15,7	4,8	6,3
Mediana	1,20	1,10	1,02	12,4	7,9	6,0	11,6	5,9	6,3
Polnord*	0,59	0,56	0,51	12,1	7,1	6,5	11,5	6,2	5,5
Premia (dyskonto)	-51,2%	-49,2%	-49,6%	-2,1%	-10,0%	8,7%	-0,9%	5,6%	-12,0%
Waga wskaźnika	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%	10,0%	0,0%	15,0%	10,0%
Wycena	6,6	6,3	6,4	4,9	7,2	3,0	0,0	2,3	2,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.* EV/EBITDA - skorygowany

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań w oparciu o bieżące i oczekiwane ceny sprzedaży.
- Koszty budowy w oparciu o bieżące i prognozowane koszty budowy.
- Wzrost kosztów budowy o 3% rocznie od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,0% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wskaźniki docelowego poziomu zapasów ujednoczone dla wszystkich deweloperów (zapasy wystarczające na 4 lata działalności na koniec 2020 roku).
- Wydatki na nowe grunty w 2011 roku w wysokości 0 mln PLN i w 2012 roku w wysokości 0 mln PLN (możliwe zakupy gruntów będą kompensowane sprzedażą innych nieruchomości).
- Brak wypłat dywidendy w okresie prognozy.



Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	352,9	403,4	538,7	609,1	629,0	649,6	670,2	691,5	712,9	734,3	
zmiana	86,0%	14,3%	33,5%	13,1%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	
EBITDA	9,7	21,5	73,9	122,0	120,4	121,4	125,2	129,1	133,1	137,0	
marża EBITDA	2,7%	5,3%	13,7%	20,0%	19,1%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	
Amortyzacja	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
EBIT	89,1	141,4	160,9	155,3	154,7	156,8	161,7	166,8	172,0	177,1	
Wycena nieruchomości	81,5	122,0	89,1	35,4	36,5	37,6	38,7	39,8	41,0	42,3	
EBIT (bez wyceny nieruchomości)	7,6	19,4	71,7	119,9	118,2	119,2	123,0	127,0	130,9	134,9	
marża EBIT	2,1%	4,8%	13,3%	19,7%	18,8%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	
Opodatkowanie EBIT	1,4	3,7	13,6	22,8	22,5	22,7	23,4	24,1	24,9	25,6	
NOPLAT	6,1	15,7	58,1	97,1	95,8	96,6	99,7	102,9	106,1	109,2	
CAPEX	-95,5	-179,4	-162,1	-18,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
Kapitał obrotowy	123,4	279,1	100,8	121,9	75,2	74,9	74,4	74,6	74,6	-9,5	
FCF	36,2	117,5	-1,0	203,0	170,9	171,5	174,1	177,5	180,7	99,7	102,7
WACC	8,4%	9,3%	9,3%	10,1%	10,8%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	92,3%	84,4%	77,2%	70,1%	63,3%	56,9%	51,2%	46,1%	41,5%	37,5%	
PV FCF	33,4	99,2	-0,8	142,3	108,1	97,6	89,2	81,9	75,0	37,4	
WACC	8,4%	9,3%	9,3%	10,1%	10,8%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,6%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
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	60%	39%	39%	22%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	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)	1 351,8										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	507,4										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	763,3										
Wartość firmy (EV)	1 270,7										
Dług netto	727,6										
Grunty pod drogi	167,3										
Nieruchomości inwestycyjne (grunty) **	172,1										
Pakiet akcji DSS	10,8										
Udział w Wilanów Zdrowa	19,0										
Zdyskontowane wpływy konwersji obligacji	101,7										
Wartość firmy	1 013,9										
liczba akcji *	25,1										
Wartość firmy na akcję (PLN)	40,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	43,7										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	27,6										
P/E('10) dla ceny docelowej	21,0										
Udział TV w EV	40%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	41,3	42,6	44,1	45,8	47,8
WACC -0,5pp	41,1	42,4	43,9	45,6	47,6
WACC	40,9	42,2	43,7	45,4	47,4
WACC +0,5pp	40,8	42,1	43,6	45,2	47,2
WACC +1,0pp	40,6	41,9	43,4	45,1	47,0

* liczba akcji skorygowana o oczekiwane w 2012 rozdanie spowodowane konwersją obligacji zamiennych na akcje; ** zastosowane 10% dyskonta do wartości bilansowej

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	131,5	391,1	221,3	189,7	352,9	403,4	538,7
<i>zmiana</i>	121,2%	197,4%	-43,4%	-14,3%	86,0%	14,3%	33,5%
Koszt własny sprzedaży	93,2	223,7	178,0	155,3	280,2	316,7	396,7
Zysk brutto na sprzedaży	38,3	167,3	43,3	34,4	72,6	86,7	141,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	29,1%	42,8%	19,6%	18,1%	20,6%	21,5%	26,4%
Koszty sprzedaży	-0,4	-7,7	-3,6	-20,9	-21,5	-22,2	-22,8
Koszty ogólnego zarządu	-36,0	-52,1	-52,9	-49,9	-41,1	-42,3	-43,6
Wycena nieruchomości	0,0	18,0	118,6	73,6	81,5	122,0	89,1
Pozostała działalność operacyjna netto	29,5	-19,0	-0,5	-2,5	-2,5	-2,9	-3,8
EBIT	31,4	106,7	104,9	34,8	89,1	141,4	160,9
<i>zmiana</i>	839,8%	239,8%	-1,7%	-66,9%	156,3%	58,7%	13,8%
<i>marża EBIT</i>	23,9%	27,3%	47,4%	18,3%	25,2%	35,0%	29,9%
Wynik na działalności finansowej	2,3	-6,5	-18,9	29,8	-16,4	-0,5	-6,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	33,6	100,2	86,0	64,5	72,7	140,8	154,5
Podatek dochodowy	-5,6	-20,9	-21,3	-15,5	-13,8	-26,8	-29,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	70,8	-1,4	-1,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	98,8	77,8	63,6	48,3	58,9	114,1	125,1
<i>zmiana</i>	-372,0%	-21,2%	-18,2%	-24,0%	21,8%	93,7%	9,7%
<i>marża</i>	75,1%	19,9%	28,8%	25,5%	16,7%	28,3%	23,2%
Amortyzacja	1,6	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
EBITDA	33,0	108,7	106,9	36,8	91,2	143,5	163,0
<i>zmiana</i>	468,9%	229,0%	-1,6%	-65,6%	148,1%	57,3%	13,6%
<i>marża EBITDA</i>	25,1%	27,8%	48,3%	19,4%	25,9%	35,6%	30,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1	25,1
EPS	7,0	4,3	2,9	2,2	2,7	4,5	5,0
CEPS	7,1	4,4	3,0	2,3	2,8	4,6	5,1
ROAE	22,1%	8,9%	6,2%	4,2%	5,0%	8,6%	8,3%
ROAA	11,0%	5,1%	3,3%	2,3%	2,7%	5,1%	5,3%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 252,9	1 807,8	2 022,5	2 117,5	2 208,6	2 266,6	2 448,8
Majątek trwały	223,4	298,3	478,0	696,9	833,5	1 135,2	1 386,8
WNIp	0,2	0,4	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Wartość firmy	136,3	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	10,0	0,0	0,0	69,6	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	16,4	17,7	16,8	19,0	19,0	19,0	19,0
Nieruchomości inwestycyjne	0,5	68,4	264,3	364,2	573,9	873,1	1 122,1
w tym nieruchomości komercyjne				173,0	347,8	647,0	896,1
Aktywa finansowe	31,2	47,1	29,0	41,7	36,0	36,0	36,0
Należności długoterminowe	0,0	0,2	1,0	31,9	34,1	36,5	39,0
Pozostałe	28,7	24,6	26,6	29,7	29,7	29,7	29,7
Majątek obrotowy	1 029,5	1 509,5	1 544,5	1 420,6	1 375,1	1 131,4	1 062,0
Zapasy	884,8	1 343,7	1 300,6	1 224,8	1 157,1	993,5	924,8
Należności	85,4	69,4	63,3	52,0	48,3	16,6	22,1
Pozostałe aktywa obrotowe (pożyczki)	22,0	46,6	105,8	69,9	69,9	0,0	0,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,7	12,9	15,4	16,4	16,4	12,0	12,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	32,7	31,2	59,1	57,5	83,3	109,3	103,1
Inne	3,0	5,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 252,9	1 807,8	2 022,5	2 117,5	2 208,6	2 266,6	2 448,8
Kapitał własny	807,6	937,5	1 126,7	1 156,2	1 215,1	1 449,6	1 574,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	208,5	509,9	449,1	651,4	819,8	622,5	639,4
Pożyczki i kredyty	176,9	486,7	403,9	596,7	746,7	526,2	526,2
Podatek odroczony				2,9	18,4	41,6	58,5
Rezerwy i inne	31,7	23,2	45,2	51,9	54,8	54,8	54,8
Zobowiązania krótkoterminowe	236,8	360,5	446,7	309,9	173,8	194,5	234,6
Pożyczki i kredyty	144,0	130,9	325,6	188,4	38,4	38,4	38,4
Zobowiązania wobec dostawców	76,9	109,1	32,4	27,7	49,9	56,4	70,6
Zaliczki na zakup lokali	0,0	87,0	48,8	41,3	67,7	77,4	103,3
Inne	15,9	33,5	40,0	52,6	17,8	22,3	22,3
Dług	320,9	617,6	729,5	785,1	785,1	564,6	564,6
Dług netto	288,2	586,4	670,3	727,6	701,8	455,3	461,5
(Dług netto / Kapitał własny)	35,7%	62,6%	59,5%	62,9%	57,8%	31,4%	29,3%
(Dług netto / EBITDA)	8,7	5,4	6,3	19,8	7,7	3,2	2,8
BVPS	57,2	51,8	51,0	52,3	55,0	57,7	62,7



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-182,8	-252,5	-86,4	-87,7	134,8	305,9	162,2
Zysk brutto	33,6	100,2	86,0	64,5	72,7	140,8	154,5
Amortyzacja	1,6	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Kapitał obrotowy	-174,1	-323,4	-66,2	-52,5	117,7	279,1	100,8
Wycena nieruchomości				-13,8	-81,5	-122,0	-89,1
Podatek odroczony				2,9	15,5	23,2	16,9
Pozostałe	-44,0	-31,3	-108,2	-90,8	8,3	-17,3	-22,9
Przepływy inwestycyjne	-19,4	-35,2	-37,6	88,9	-95,5	-179,4	-162,1
CAPEX	-2,5	-3,3	-0,3	19,5	-95,5	-179,4	-162,1
Inwestycje kapitałowe	-12,4	3,2	-8,8	32,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,5	-35,2	-28,4	36,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	180,9	286,2	152,0	0,0	-16,4	-100,5	-6,4
Emisja akcji	0,0	0,0	77,7	0,8	0,0	120,5	0,0
Dług	190,5	294,9	-46,5	54,6	0,0	-220,5	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-19,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-9,6	15,0	155,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-21,3	-1,6	28,0	1,3	22,9	26,0	-6,2
Środki pieniężne na koniec okresu	32,7	31,2	59,1	57,5	83,3	109,3	103,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
FCF			0,0	0,0	36,2	117,5	-1,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	0,8%	0,2%	-10,3%	27,1%	44,5%	30,1%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	4,6	7,5	11,2	14,7	12,1	7,1	6,5
P/CE	4,5	7,3	10,8	14,1	11,7	7,0	6,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S	3,5	1,5	3,2	3,8	2,0	2,0	1,5
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	9,3%	-0,1%
EV/EBITDA	22,5	10,8	12,9	39,1	15,5	8,8	7,8
EV/EBITDA korygowany *				29,1	11,5	6,2	5,5
EV/EBIT	23,7	11,0	13,2	41,4	15,9	8,9	7,9
EV/S	5,6	3,0	6,2	7,6	4,0	3,1	2,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	32,2						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1	25,1
MC (mln PLN)	454,7	583,3	712,0	712,0	712,0	809,0	809,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	742,9	1 169,7	1 382,3	1 439,6	1 413,8	1 264,3	1 270,5

* wskaźnik korygowany o wartość gruntów przeznaczonych pod budowę dróg na Wilanowie