

28 września 2009

Aktualizacja raportu


Deweloperzy
Polska

P/BV '09 * 1,3
ROE '09 * 12,5%
WIG Deweloperzy 2 923

Rynek deweloperski mieszkań

Nowe inwestycje pozwolą zarobić

Okres wakacji nie przyniósł pogorszenia wyników przedsprzedaży mieszkań i zaostrzenia się konkurencji między deweloperami, co zakładaliśmy w prognozach w scenariuszu bazowym. Ceny ofertowe mieszkań pozostały stabilne, deweloperzy nie zdecydowali się na znacznie większe rabaty. Nawet na słabym rynku, oferta części deweloperów będzie się powoli wyczerpywać, w związku z tym rozpoczną oni kolejne projekty. Na koniec Q2 2009 na rynku warszawskim na nabywców czekało 13,2 tys. mieszkań, w porównaniu do 15,4 tys. na koniec Q1 2009 (naturalny poziom oferty to 10 tys., zostanie on osiągnięty w połowie 2010 roku). Przyszłe zachowanie cen mieszkań rozpatrujemy indywidualnie, zależnie od rodzaju mieszkań i ich lokalizacji. W stosunku do obecnych cen i oczekiwań zarządów spółek, zakładamy ceny niższe od 0 do 15%, w zależności od lokalizacji i projektu. Z uwagi na ograniczenie spadków cen mieszkań oraz spadek kosztów budowy, marże możliwe do wygenerowania na nowych projektach mogą być atrakcyjne, przy tym dużo zależy od ceny zakupu gruntu. Sytuacja każdego z deweloperów jest różna - Dom Development jest spółką o dużych możliwościach kapitałowych, która byłaby w stanie w 2010 roku rozpocząć budowę nawet 4000 lokali, pod warunkiem posiadania bardziej zdywersyfikowanego banku ziemi. W efekcie, nabycie nowych gruntów mogłoby pozwolić na istotny wzrost wartości spółki. J.W. Construction ma w ofercie 1300 mieszkań, prawdopodobnie nowe projekty rozpocznie dopiero w drugiej połowie 2010 roku. Wraz z zakończeniem starych projektów spółka będzie się stopniowo oddłużać. Polnord posiada wiele bardzo ciekawych aktywów (gruntów), jednak jednocześnie brak mu środków finansowych, które pozwoliłyby rozwinąć działalność do optymalnych rozmiarów. Sytuacja może się zmienić, jeśli planowana emisja obligacji zamiennych dojdzie do skutku.

Sytuacja finansowa a zdolność do rozpoczynania inwestycji

W naszych projekcjach zakładamy, że w tym i przyszłym roku banki będą akceptowały system finansowania 40:60 (40% kosztów projektu to wkład własny dewelopera). Najwięcej środków, które można przeznaczyć na wkład własny ma obecnie Dom Development. Środki te będzie posiadał J.W. Construction, gdy zakończy bieżące projekty deweloperskie. Najmniej środków własnych, które można wykorzystać jako wkład własny, posiada Polnord. Spółka będzie dążyć do pozyskania kapitału. Schemat posłużyć ma m.in. emisja obligacji zamiennych i sprzedaż działki w Sopocie.

Zmiana metody wyceny akcji deweloperów

Zaletą metody NAV jest jej przejrzystość i możliwość prześledzenia wpływu zmiany założeń na wycenę spółki. Stosowanie metody sprowadza się jednak do ograniczenia wyceny spółki do wyceny księgowej majątku (tzn. wszystkie czynniki ponad wycenę majątku, takie jak know-how, rozpoznawalność na rynku, zasoby kapitałowe, relacje biznesowe, zostają pominięte). Dobrze zbudowany model DCF jest w stanie odzwierciedlić możliwość, że zwrot na inwestycjach może być wyższy niż WACC, zaś spółka może być notowana z premią do wartości aktywów. Wycena metodą NAV nakładała dyskonto dla branży deweloperskiej, na tle innych działalności znajdujących przedstawicieli na GPW (na przykład na tle budownictwa, czy sektora bankowego).

	9MTP	Rekomendacja
Dom Development	49,8	Akumuluj
J.W. Construction	13,6	Kupuj
Polnord	45,0	Kupuj

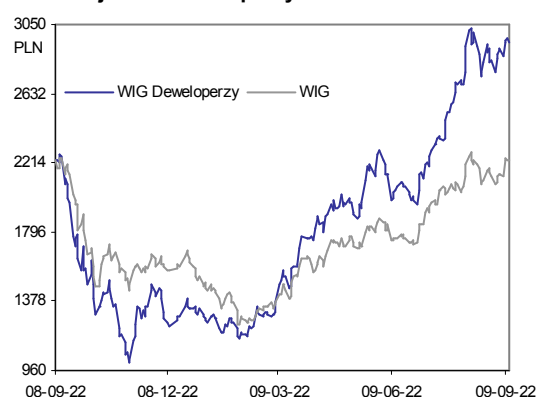
	9MTP	Potencjał zmiany
Dom Development	49,8	9,0%
J.W. Construction	13,6	17,7%
Polnord	45,0	19,0%

* ceny z zamknięcia 28.09.2009

Strategia dotycząca sektora

Wyniki przedsprzedaży mieszkań w 2009 roku będą słabe, cechowały się będą jednak stabilną tendencją wzrostową q/q. Do połowy 2010 roku będzie utrzymywać się nadpodaż gotowych lokali. Zmiany cen będą następować indywidualnie, zależnie od podaży podobnych projektów i lokalizacji. W zależności od wielkości bieżącej oferty, deweloperzy będą rozpoczynali nowe inwestycje pod koniec 2009 roku, lub nawet dopiero pod koniec roku następnego. Zakładając, że od obecnych poziomów spadki cen wyniosą o 0 do 15% (zależnie od projektu), przy obecnej redukcji kosztów budowy, deweloperzy będą w stanie generować korzystne marże na nowych projektach.

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/BV 2010P	P/BV 2011P	ROE 2010P	ROE 2011P
Dom Development	1,5	1,3	3,3%	11,7%
J.W. Construction	0,8	0,8	41,4%	5,2%
Polnord	0,8	0,8	0,4%	6,5%

Sytuacja na rynku mieszkaniowym

Wakacje nie przyniosły pogorszenia wyników sprzedażowych

Wyniki przedsprzedaży w Q2 2009 i w Q3 2009

W Q2 2009 spółki deweloperskie zanotowały lepsze wyniki przedsprzedaży i sprzedaży mieszkań niż w Q1 2009. Wyniki sprzedażowe w miesiącach wakacyjnych były porównywalne do wyników Q2 2009 (tzn. nie zrealizował się nasz scenariusz bazowy, zakładający załamanie sprzedaży w okresie wakacyjnym). Liczba mieszkań sprzedanych przez Dom Development w lipcu była zbliżona do liczby mieszkań sprzedanych w czerwcu. W sierpniu deweloper zanotował wzrost poziomu przedsprzedaży m/m. Wpływ na to miała nie tylko poprawa sytuacji na rynku, ale i agresywna sprzedaż domów jednorodzinnych (obniżka ceny do poziomu kosztów). J.W. Construction w lipcu i sierpniu sprzedał powyżej 70 mieszkań (sprzedaż brutto, bez uwzględnienia wycofań, w Q2 2009 spółka sprzedała brutto 191 lokali). Polnord w lipcu sprzedał netto 40 mieszkań, tzn. o 5 lokali mniej niż w miesiącu ubiegłym. Przedstawiciele wszystkich trzech firm deweloperskich liczą na poprawę wyników sprzedaży w miesiącach jesiennych. Pomijając przykład domów w Dom Development, polityka cenowa deweloperów w okresie wakacyjnym nie uległa znaczącym zmianom.

Wycofania klientów

Dom Development nie zdradza, ile zanotował wycofań w miesiącach wakacyjnych. Zdaniem zarządu, wycofania nie są jednak problemem. W Q2 2009 liczba wycofań istotnie nie wzrosła w spółce, jeśli nie liczyć rezygnacji inwestora nabywającego pakiet mieszkań. W Polnordzie liczba wycofań była w lipcu niższa niż w dwóch poprzednich miesiącach. W spółce celowej Fadesa Polnord mieszkania sprzedawane były w systemie 10/90, w związku z tym można spodziewać się, że część mieszkań może wrócić do oferty, wraz z rozpoczęciem oddań mieszkań w projektach. W J.W. Construction wycofania mogą być problemem, ze względu na stosowany system sprzedaży 10/90. Zgodnie z informacją pozyskaną od spółki, oferta firmy składa się obecnie z około 1300 mieszkań, z czego ponad 300 to mieszkania gotowe. Na koniec 2008 roku w ofercie spółki znajdowało się 1535 mieszkań. W pierwszym półroczu sprzedano około 290 mieszkań. W efekcie, liczba wycofań w pierwszym półroczu wyniosła około 75. Obecnie deweloper zamierza rozpocząć oddawanie mieszkań w projekcie Górczewska Park, co może wygenerować znaczną ilość wycofań klientów (najdroższy projekt spółki, sprzedawany w systemie 10/90). Uważamy, że w Q3 2009 sprzedaż netto może być zbliżona do zera, podczas gdy w Q4 2009 powinna być dodatnia. Głównym powodem wycofań klientów jest obecnie brak możliwości zdobycia finansowania zakupu – klienci przesyłają deweloperowi pisma, z prośbą o odroczenie terminu przekazania lokalu.

Cena oferty mieszkań a cena mieszkań sprzedanych, sierpień 2009

(PLN / m2)	Cena oferty mieszkań	Cena mieszkań sprzedanych	Różnica
Katowice	5445	4764	-12,5%
Kraków	7731	6659	-13,9%
Łódź	5538	5224	-5,7%
Poznań	7568	6721	-11,2%
Gdańsk	6496	5400	-16,9%
Warszawa	9274	8219	-11,4%
Wrocław	8265	6410	-22,4%
aglomeracja Warszawska	8506	7537	-11,4%
aglomeracja Trójmiejska	6615	5469	-17,3%
aglomeracja śląska	4622	4550	-1,6%

Źródło: redNet Consulting

Cena ofertowa mieszkań sprzedanych, rynek pierwotny

(PLN / m2)	08.2009	07.2009	06.2009	05.2009	04.2009	03.2009
Warszawa	8219	8246	8214	8112	7964	7997
Kraków	6659	6562	6552	6564	6549	6671
Gdańsk	5400	5577	5620	5664	5713	5779
Wrocław	6410	6357	6556	6386	6362	6537

Źródło: redNet Consulting

Zmiana cen ofertowych mieszkań sprzedanych, rynek pierwotny

(m/m %)	08//07	07//06	06//05	05//04	04//03	08//03
Warszawa	-0,3%	0,4%	1,3%	1,9%	-0,4%	2,8%
Kraków	1,5%	0,2%	-0,2%	0,2%	-1,8%	-0,2%
Gdańsk	-3,2%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,1%	-6,6%
Wrocław	0,8%	-3,0%	2,7%	0,4%	-2,7%	-1,9%

Źródło: redNet Consulting
Podaż mieszkań z rynku pierwotnego
Oferta nowych mieszkań, sprzedaż kwartalna, rynek pierwotny

(szt.)	Łódź	Poznań	Trójmiasto	Wrocław	Kraków	Warszawa
Oferta Q4 2008	1354	3219	4174	4700	6984	16832
Oferta Q1 2009	1311	2679	3854	4367	6138	15414
Oferta Q2 2009	b.d.	2200	4100	3500	6000	13193
Sprzedaż Q2 2009 *	165	759	779	832	1244	1990
Sprzedaż Q1 2009 *	101	404	536	730	966	1671
Sprzedaż Q1 2008 *	67	288	3193	1121	1803	3664
Sprzedaż Q1 2007 *	564	1172	1159	1725	1487	6824

Źródło: REAS, dane netto, po uwzględnieniu rezygnacji
Deweloperzy rozpoczną nowe projekty mieszkaniowe

Uważamy, że deweloperzy będą dążyć do rozpoczynania nowych projektów, nawet w trudnej sytuacji rynkowej. Będą to inwestycje lepiej dostosowane do możliwości finansowych Polaków – powstaną lokale tanie, stosunkowo niewielkie. Motywacją do rozpoczynania nowych projektów jest nie tylko chęć uzyskania atrakcyjnego zwrotu na kapitale, ale i konieczność pokrycia kosztów stałych działalności (rzędu kilkudziesięciu mln PLN rocznie w przypadku wybranych deweloperów). Ponadto, część deweloperów będzie starać się budować nowe obiekty, w celu uwolnienia gotówki, która obecnie znajduje się w gruntach. Przykładowo, Polnord będzie budował nowe projekty nie tylko z myślą o wysokich marżach, ale i w celu „zdjęcia z bilansu” gruntów, pod które zaciągnięte są zobowiązania kredytowe. W efekcie, deweloper w najbliższym czasie rozpocznie część projektów, w przypadku których koszt nabycia ziemi był stosunkowo wysoki. Budowa na drogim gruncie gorzej prezentuje się w rachunku zysków i strat (niższa marża), ale z punktu widzenia gotówkowego jest korzystniejsza (cena gruntu to koszt utopiony, deweloper oszczędza na podatku dochodowym). W przeciwieństwie do Polnordu, Dom Development w najbliższym czasie będzie budował na stosunkowo tanich gruntach, m.in. aby zaprezentować korzystny wynik finansowy w 2011 roku.

Podjęcie banków do kredytowania sektora

Podjęcie banków do kredytowania inwestycji deweloperskich jest konserwatywne – instytucje wymagają wysokich wkładów własnych (40%) oraz wygenerowania pewnego poziomu przedsprzedaży / rezerwacji. Banki często nie uwzględniają przewidywanych przepływów z przedsprzedaży mieszkań w systemie płatności wraz z postępem robót, w związku z tym deweloper bywa zmuszony do zaciągnięcia większego kredytu, niż w rzeczywistości jest potrzebny. Z drugiej strony, są też aspekty pozytywne. Część banków godzi się na utrzymanie kredytowania projektów dewelopera, jeśli projekt obecnie kredytowany zostanie zakończony i sprzedany (tzn. limit kredytowy zostaje przeniesiony na nową inwestycję). Zwracamy uwagę, że część inwestycji na rynku była w przeszłości realizowana bez kredytu, w związku z tym nie można wykluczyć scenariusza, w którym deweloperzy nie posiadający zdolności kredytowej, za to z ciekawymi lokalizacjami, będą w stanie finansować projekt wyłącznie z wpłat klientów. Sądzymy, że dodatkową motywacją dla klientów w takim przypadku mogłaby być niższa cena mieszkań.

Możliwości finansowania nowych projektów deweloperskich

Na tle branży, Dom Development posiada największe możliwości finansowania nowych inwestycji. Zgodnie z naszymi analizami, spółka byłaby w stanie sfinansować budowę nawet 4000 mieszkań w 2010 roku, gdyby posiadała grunty zapewniające możliwość tak szerokiej dywersyfikacji oferty (bank ziemi Dom Development jest duży, lecz mocno skoncentrowany na prawym brzegu Warszawy). Zgodnie z naszą analizą, sprzedaż obecnej oferty J.W. Construction pozwoliłaby na uzyskanie stanu gotówki netto w spółce na poziomie 100 mln PLN. W dodatku, część długu netto J.W. nie jest związana z działalnością deweloperską (108 mln PLN długu TBS, 55 mln PLN kredytu na rozbudowę ośrodka Czarny Potok). Biorąc jedynie

pod uwagę uwolnione środki w wysokości 100 mln PLN i dług TBS (108 mln PLN), deweloper może dysponować 208 mln PLN. Polnord na chwilę obecną posiada wolne 40 mln PLN. W ciągu najbliższych 6 miesięcy spółka spodziewa się pozyskania kolejnych 40-60 mln PLN, z czego około 40 mln PLN może pochodzić ze sprzedaży działki w Sopocie przy ul. Haffnera, zaś pozostałe 20 mln PLN ze sprzedaży powierzchni biurowej w Nowosybirsku. W dodatku, deweloper planuje pozyskanie do 200 mln PLN w formie obligacji zamiennych na akcje.

Rynek warszawski: prognoza wielkości oferty, 3 scenariusze

(tys. mieszkań)	Q1 09	Q2 09	Q3 09P	Q4 09P	2009P	Q1 10P	Q2 10P	Q3 10P	Q4 10P	2010P
Sprzedaż netto: prognoza optymistyczna	1 284	1 990	2 100	2 500	7 874	2 900	3 100	3 300	3 400	12 700
Sprzedaż netto: prognoza neutralna	1 284	1 990	2 000	2 150	7 424	2 350	2 550	2 750	2 850	10 500
Sprzedaż netto: prognoza pesymistyczna	1 284	1 990	1 900	2 000	7 174	2 000	2 250	2 350	2 450	9 050
Nowe projekty: prognoza neutralna	931	593	600	1 600	3 724	2 240	2 240	2 240	2 240	8 960
Oferta (prognoza optymistyczna)	15 414	13 193	11 693	10 793	10 793	10 133	9 273	8 213	7 053	7 053
Oferta (prognoza neutralna)	15 414	13 193	11 793	11 243	11 243	11 133	10 823	10 313	9 703	9 703
Oferta (prognoza pesymistyczna)	15 414	13 193	11 893	11 493	11 493	11 733	11 723	11 613	11 403	11 403

Źródło: DI BRE Banku S.A. w oparciu o dane REAS

Rynek warszawski: liczba sprzedanych mieszkań, 2005-2010P

	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P
Ilość sprzedanych mieszkań: dane historyczne	11500	12600	14200	8300		
Sprzedaż netto: prognoza optymistyczna					7 874	12 700
Sprzedaż netto: prognoza neutralna					7 424	10 500
Sprzedaż netto: prognoza pesymistyczna					7 174	9 050

Źródło: DI BRE Banku S.A. w oparciu o dane REAS i GUS

Rynek warszawski: przewidywania dot. wielkości oferty

Na przykładzie rynku warszawskiego przeprowadziliśmy analizę przewidywanego kształtowania się oferty mieszkań. Zakładamy, że w 2010 roku deweloperzy wprowadzą do oferty łączną liczbę mieszkań odpowiadającą 70% liczby mieszkań, które trafiły na rynek w 2008 roku. Zakładamy stopniową poprawę wyników przedsprzedaży, co wynika z wzrostu atrakcyjności produktu (coraz więcej mieszkań gotowych do zamieszkania w ofercie) oraz wyhamowania spadków cen (oczekiwania spadków cen powstrzymują od podjęcia decyzji kupna). Zgodnie z przyjętymi założeniami, w wariantie neutralnym sprzedaż mieszkań już w połowie 2010 roku wielkość oferty zbliża się do poziomu naturalnego dla rynku warszawskiego (10 tys. mieszkań). W wariantie optymistycznym (wzrost PKB o 2,5-3,5%, powrót kredytów hipotecznych), na koniec roku 2010 oferta mieszkań jest niższa niż poziom naturalny, natomiast w wariantie pesymistycznym pod koniec 2010 roku nadal występuje nadpodaż.

Finansowanie projektów deweloperskich

	Kraków	Trójmiasto	Wrocław	Łódź	Warszawa	Poznań
Z kredytu	32%	47%	56%	56%	64%	73%
Bez kredytu	68%	53%	44%	44%	36%	27%

Źródło: REAS

Kto będzie zarabiał na budownictwie mieszkaniowym?

Obecny rozwój sytuacji jest korzystny dla deweloperów – spadki cen wykonawstwa przekroczyły spadek cen mieszkań. W efekcie, pomimo zakupu wielu gruntów po stosunkowo wysokich cenach, deweloperzy będą w stanie generować marże, na niektórych projektach zbliżone do zera (wyjątkowo niefortunne zakupy gruntów), na nie których zaś wysokie, zbliżone nawet do 40% (dawno poczynione zakupy gruntów). Uważamy, że deweloperzy będą budować nowe obiekty, warunki pozyskiwania kredytów pozostaną jednak stosunkowo surowe (40% koniecznego wkładu własnego). Jednocześnie, sądzimy, że deweloperzy będą też pozyskiwać środki na wkłady własne ze źródeł zewnętrznych, tak z emisji obligacji, jak i emisji akcji. Sądzimy, że taki scenariusz, w połączeniu ze stopniową odbudową liczby transakcji, nie spowoduje zbilansowania popytu i podaży w drugiej połowie 2010 roku. Scenariusz bardziej utrudnionego kredytowania i finansowania nowych inwestycji byłby korzystny dla deweloperów o wysokiej płynności. Dom Development, a także J.W. Construction (nawet zważywszy na bieżący poziom długu), skorzystałyby w takim przypadku na możliwym od 2011 roku wzroście

cen lokali spowodowanym deficytem mieszkań na rynku. Taki scenariusz byłby niekorzystny dla branży budowlanej. Scenariusz zakładający znaczną poprawę sytuacji w zakresie finansowania inwestycji, przy wyhamowaniu wzrostu liczby transakcji mógłby doprowadzić do poszerzenia się oferty, a więc także do spadku cen mieszkań. Scenariusz taki byłby mniej korzystny dla deweloperów i bardziej korzystny dla branży budowlanej niż scenariusz bazowy (więcej kontraktów, szansa na wzrost cen usług budowlanych).

Nadal, będą sprzedawały się mieszkania w budowie

Wbrew oczekiwaniom niektórych praktyków na rynku mieszkaniowym – uważamy, że nadal w przyszłości będą sprzedawały się mieszkania w budowie. Warunkiem jest oczywiście atrakcyjna cena i lokalizacja w relacji do standardu. Sądzymy, że założenie sprzedaży jedynie mieszkań gotowych oznaczałoby, że obecna oferta mieszkań wyczerpie się w ciągu 1,5 roku, zaś potem, przez około rok, deweloperzy w ogóle nie będą sprzedawać lokali (gdyż będą one pozostawać w budowie). W ofercie pozostaje w Warszawie około 13,2 tys. mieszkań, zaś naturalny dla rynku poziom oferty to 10 tys. lokali (w przybliżeniu roczna sprzedaż). Jest wiele przykładów świadczących o tym, że nawet na tak słabym rynku jak obecnie, deweloper jest w stanie sprzedać mieszkania jeszcze przed rozpoczęciem budowy, jeśli projekt jest atrakcyjny (przykłady: sprzedaż 60% lokali w Villa Cavaletti Marvipolu przed rozpoczęciem prac budowlanych, czy 20 rezerwacji na kolejny, nie rozpoczęty etap Osiedla Santorini Unibepu, 10 z 11 małych mieszkań zarezerwowanych w projekcie Pod Brzozami SIM Ursynów, tuż po wprowadzeniu projektu do oferty).

System sprzedaży 10/90 umrze śmiercią naturalną

Uważamy, że w warunkach utrudnionego dostępu do finansowania deweloperzy nie będą już sprzedawać mieszkań w systemie 10/90. Zakładamy, że wszyscy deweloperzy za mieszkania w nowych projektach będą oczekiwali wpłat proporcjonalnych do stadium budowy. Podobnie jak w latach przed boomem mieszkaniowym, mieszkania będą tańsze na poziomie „dziury w ziemi”, potem zaś będą coraz droższe, co odzwierciedlać będzie koszt pieniądza w czasie oraz spadek ryzyka nabycia lokalu wraz z postępowaniem prac budowlanych. Nasze prognozowane ceny mieszkań dla poszczególnych projektów to ceny średnie z całego okresu sprzedaży.

Przewidywania w zakresie przyszłych cen mieszkań

Mieszkania nadal są drogie

Ceny mieszkań pozostają wysokie, niedostosowane do siły nabywczej Polaków. Pomimo zahamowania spadków cen, uważamy, że tendencja cen nadal pozostanie spadkowa, chociażby ze względu na rozpoczynanie przez deweloperów inwestycji tańszych, o standardzie popularnym. W relacji do poziomu wynagrodzeń, ceny mieszkań w Warszawie są o 25% wyższe niż w 2005 roku. Dostosowanie nie musi jednak nastąpić na zasadzie spadku cen lokali o 25%. Uważamy, że możliwe są inne opcje, takie jak na przykład brak wzrostu cen mieszkań, połączony z wzrostem wynagrodzeń przekraczającym poziom inflacji. Nominalnemu spadkowi cen mieszkań o 25% odpowiada na przykład wzrost wynagrodzeń o 7 pkt. proc. powyżej poziomu inflacji przez dwa lata (2011+), brak wzrostu cen mieszkań przez 2 lata oraz spadek nominalny cen o 5%. W naszym modelu zakładamy dalszy spadek cen średnio o 5% oraz brak wzrostu cen lokali w 2010 i 2011 roku, przy wzroście cen budowy już w 2011 roku. Od 2012 roku łącznie ceny mieszkań i koszty budowy rosną średnio o 3% r/r.

Ryzyko spadku cen w przypadku segmentu popularnego

Spadek cen mieszkań był nierównomierny. Najbardziej traciły mieszkania o podwyższonym standardzie, o średniej powierzchni 60-80 m². Okazało się, że w nowych warunkach finansowania zakupów, mieszkania te nie znajdują nabywców, zaś ich podaż jest duża. Kupujący nie zdecydowali się jednak na całkowite wstrzymanie zakupów – zamiast większych mieszkań o wyższym standardzie, nabywane były mieszkania mniejsze o gorszym standardzie i bardziej odległej lokalizacji. W efekcie, ceny mieszkań „popularnych” spadły znacznie mniej niż ceny lokali o podwyższonym standardzie. Przy cenach lokali niższych o 5% niż obecnie notowane, z uwzględnieniem rabatów, nowe projekty o standardzie popularnym są w stanie wygenerować bardzo korzystne rentowności (20-30% brutto na sprzedaży). Nie można wykluczyć, że nowa podaż lokali zostanie skierowana głównie w ten segment, w którym obecnie notowany jest największy deficyt (mieszkania popularne, w peryferyjnych lokalizacjach, relatywnie tanie). W efekcie, na rynku wystąpiłby również spadek cen mieszkań popularnych. Sądzymy, że ryzyko to jest realne, jednak jest zdecydowanie za wcześnie, aby je dyskutować. Uważamy, że zmiany na rynku nieruchomości następują powoli, zaś my będziemy w stanie szybko zareagować, jeśli podaż mieszkań popularnych w przyszłości wzrośnie nadmiernie.

Zróżnicowanie spadku cen mieszkań w zależności od rodzaju lokalu

(PLN)	2007/2008	obecnie	zmiana	2010P	zmiana
Białoleka - standard popularny	6 000	5 500	-8,3%	5 300	-3,6%
Wilanów - standard podwyższony	8 000	6 500	-18,8%	6 600	1,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Cykle na rynku nieruchomości: przykłady historyczne

Kraj	Rok szczytu cen	Spadek	Wcześniejszy wzrost	Czas spadku	Cena po spadku *	Średni spadek/rok
Holandia	1978	-50%	98%	7	99%	-7,1%
Finlandia	1989	-48%	109%	6	109%	-8,0%
Szwajcaria	1989	-39%	70%	10	104%	-3,9%
Norwegia	1987	-39%	53%	6	93%	-6,5%
Dania	1978	-36%	22%	4	78%	-9,0%
Nowa Zelandia	1975	-35%	57%	5	102%	-7,0%
Szwecja	1979	-35%	26%	6	82%	-5,8%
Hiszpania	1977	-33%	24%	4	83%	-8,3%
Dania	1986	-32%	52%	6	103%	-5,3%
Japonia	1974	-31%	56%	4	108%	-7,8%
Włochy	1982	-30%	84%	4	129%	-7,5%
Finlandia	1974	-30%	22%	5	85%	-6,0%
Japonia	1991	-27%	78%	10	130%	-2,7%
Szwecja	1990	-27%	38%	6	101%	-4,5%
Włochy	1992	-26%	65%	6	122%	-4,3%
Szwajcaria	1973	-26%	34%	4	99%	-6,5%
Irlandia	1981	-22%	53%	5	119%	-4,4%
Kanada	1981	-20%	6%	4	85%	-5,0%
Polska	2007	?	66%	?	?	?

*Źródło: Morgan Kelly (2007), On the Likely Extent of Falls in Irish House Prices; * w stosunku do realnej ceny z okresu sprzed wzrostów cen*

Metodologia wyceny działalności deweloperskiej

Model DCF: wady i zalety

Model DCF jest w stanie w lepszym stopniu odzwierciedlić powtarzalny charakter działalności dewelopera niż model majątkowy. Generuje on wyższą wycenę spółki niż wycena majątkowa, ze względu na przyjęte założenie dotyczące przyszłych zakupów ziemi i zwrotu na przyszłych inwestycjach. Wadą modelu jest to, że może być on budowany w oderwaniu od faktycznego majątku dewelopera. W naszym przypadku, majątek deweloperów jest nadal poważnie brany pod uwagę w formułowaniu prognoz na kilka najbliższych lat (zakładamy, że do 2013 roku spółki budują projekty wyłącznie w oparciu o posiadany w obecnej chwili bank ziemi). Nadal uważamy, że inwestor branżowy raczej nie zapłaci za spółkę deweloperską więcej, niż wynosi wartość jej majątku. Mimo to, uważamy, że zastosowanie modelu DCF jest w przypadku deweloperów uzasadnione, ze względu na powtarzalny charakter działalności, duże zasoby kapitałowe, dużą rozpoznawalność spółki na rynku i know-how.

Uważamy, że polscy deweloperzy mogą być notowani z premią do wartości aktywów (NAV), ze względu na możliwość generowania w długim terminie $ROE > WACC$. Sytuacja jest porównywalna do sektora bankowego, który notowany jest z premią do wartości księgowej (BV), właśnie ze względu na potencjał generowania wysokiego zwrotu na kapitale własnym i większe szanse na wzrost rynku.

Wycena banków polskich a wycena banków z krajów rozwiniętych (P/BV)

Banki polskie	P/BV '09P	Banki z krajów rozwiniętych	P/BV '09P
BZ WBK	2,0	AIB	0,4
Handlowy	1,4	BCP	0,9
ING BSK	1,8	Commerzbank	0,6
Kredyt Bank	1,2	ING	0,8
Millennium	1,4	KBC	0,9
Noble Bank	1,6	UCI	0,7
Pekao	2,2	Deutsche Bank	0,9
PKO BP	2,3	Erste Bank	0,9
Mediana	1,7	Mediana	0,9

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku S.A., wskaźniki na dzień 28.09.2009

Zastosowane założenia

Zakładamy, że najpierw deweloperzy wykorzystują obecny bank ziemi, dopiero później zaś dokupują kolejne działki. Zakładamy, że okres budowania banku ziemi z bardzo dużym wyprzedzeniem jest już za nami. Obecny bank ziemi wystarczy deweloperom giełdowym przynajmniej do 2012 roku. Dom Development musi zacząć kupować nowe grunty najpóźniej w 2012 roku, J.W. Construction w 2013 roku (zakładając wykorzystanie gruntów poza Polską, w tym w Bułgarii i Rosji), Polnord zaś posiadane zasoby gruntowe będzie wykorzystywał aż do 2015 roku (obecne grunty będą wpływać na wyniki aż do 2017 roku włącznie). Zakładamy, że w każdym momencie deweloperzy posiadają bank ziemi przynajmniej na 2 lata działalności.

Prognozy wyników finansowych do roku 2013 włącznie opieramy na prognozach cen lokali w projektach, prognozach cen wykonawstwa, kosztów finansowania i szacunkach dotyczących kosztów gruntów. Po 2013 roku zakładamy stopę wzrostu przychodów i stały zwrot na kapitale własnym. W przypadku J.W. Construction uwzględniamy dodatkową marżę w wysokości 2% EBIT ze względu na posiadanie własnych sił wykonawczych (założenie jest naszym zdaniem na tle branży budowlanej bardzo konserwatywne).

Na skutek przyjętych założeń zauważamy, że różne projekty mają bardzo różną rentowność, kształtującą się w zakresie od 0% do 40% (jeśli rentowność projektu byłaby niższa niż 0%, przed rozpoczęciem projektu deweloper dokonałby odpisu wartości gruntu). Zwracamy uwagę, że maksymalizację gotówki gwarantuje rozpoczynanie projektów o niskiej rentowności (oszczędność na zapłaconym podatku), maksymalizację zysku netto gwarantuje zaś rozpoczynanie inwestycji wysoko marżowych. Generalnie, niską rentowność mają głównie projekty budowane na relatywnie drogich gruntach.

W modelu uwzględniamy także budowę obiektów komercyjnych (3 biurowce budowane przez J.W. Construction, 2 biurowce i jedno centrum handlowe budowane przez Polnord). Zakładamy, że w momencie rozpoczęcia inwestycji deweloperzy dokonują zgodnie z nowym standardem MSR 40 przeszacowania wartości nieruchomości komercyjnych. Ze względu na brak możliwości ustalenia przyszłych kryteriów wyceny (poziom wynajmu przy rozpoczęciu budowy, założenia przyjęte przez dewelopera przy rozpoczęciu obiektu), zakładamy w uproszczeniu, że deweloper przy rozpoczęciu budowy zaprezentuje przeszacowanie wartości obiektu odpowiadające 1/5 planowanego zysku na inwestycji, w kolejnym roku budowy będzie to kolejna 1/5 wartości inwestycji, na koniec realizacji zaś deweloper rozpozna pozostałą część wynikającą z wyceny. Przy przyjęciu tych założeń, Polnord będzie w stanie wygładzić zmiany zysku netto w latach 2011-2013, pomimo relatywnie ograniczonych przychodów i rentowności w roku 2011 i 2012 (spółka rozpocznie wiele projektów o umiarkowanej rentowności, w celu maksymalizacji cash flowu).

W przypadku Polnordu zdecydowaliśmy się na zaprezentowanie wyceny akcji spółki metodą NAV, przy uwzględnieniu nowych założeń dotyczących cen mieszkań i kosztów budowy. Metoda ta zaprezentowana została jedynie informacyjnie, nie została uwzględniona w wycenie. Zwracamy uwagę, że zgodnie z opisem zaprezentowanym w raporcie sektorowym z marca 2009 roku, grunty charakteryzują się bardzo dużą dźwignią operacyjną, w efekcie przyjęcie innych założeń w zakresie cen mieszkań i kosztów budowy generuje znaczne zmiany w wycenie.

28 września 2009

Aktualizacja raportu


Deweloperzy
Polska

Cena bieżąca	45,7 PLN
Cena docelowa	49,8 PLN
Kapitalizacja	1,11 mld PLN
Free float	0,27 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,57 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	63,15%
Jarosław Szanajca	7,06%
Grzegorz Kiełpsz	5,66%
Pozostali	24,13%

Profil spółki

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

Ważne daty

12.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Dom Development Akumuluj

DOM.PW; DOMD.WA

(Wznowiona)

„Fabryka domów”

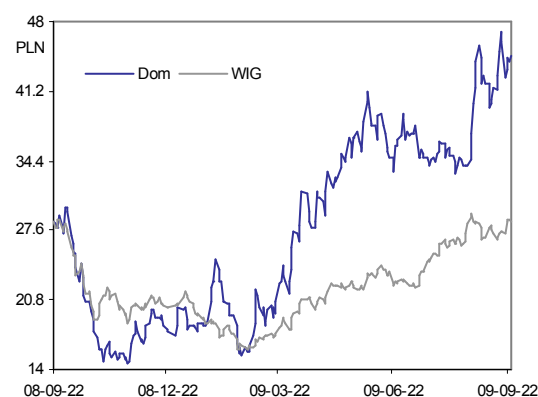
Dom Development na tle branży jest w korzystnej sytuacji, ze względu na duże zasoby kapitałowe oraz niskie zadłużenie (w tym brak zadłużenia pod grunty). Oferta spółki obecnie składa się z 969 mieszkań, czego około 230 lokali to mieszkania o podwyższonym standardzie, 40 to domy, zaś pozostałe 700 mieszkań to obecnie chętnie nabywane mieszkania popularne. Przy założeniu utrzymania obecnego trendu wzrostowego w przedsprzedaży mieszkań, oferta w standardzie popularnym może naszym zdaniem spaść do 350 sztuk na koniec roku. Jest to pół roku sprzedaży. Przewidujemy, że Dom Development wprowadzi pod koniec 2009 roku i w roku 2010 ponad 2000 nowych mieszkań do oferty, osiągając w ten sposób prawie 25% udziału w łącznej liczbie mieszkań wprowadzonych do oferty w Warszawie. Możliwości kapitałowe spółki są większe sądzimy, że byłaby ona w stanie finansować budowę nawet do 4000 mieszkań, po sprzedaży mieszkań w bieżących projektach. Niezbędna w tym celu byłaby jednak dywersyfikacja działalności, tak o inne lokalizacje w Warszawie, jak i inne miasta. Zarząd poszukuje aktywnie gruntów, przyznaje jednak, że na razie na rynku prawdziwych okazji ciągle brak. Decyzja o rozpoczęciu inwestycji we Wrocławiu zostaje przesunięta na lata kolejne. Zarząd deklaruje, że będzie dążył do wygładzania wyników spółki w latach 2011+, tzn. rozpoczynane będą najpierw inwestycje o niskim koszcie gruntu. Jednocześnie, sprzedaż projektu Grzybowska nie konieczne będzie maksymalizowana, w związku z tym można spodziewać się przejściowego załamania wyników w 2010 roku, a następnie ich poprawy w roku 2011. W oparciu o model DCF, wyceniamy akcje Dom Development na 49,8 PLN oraz zalecamy ich akumulowanie.

Szanse na wzrost skali działalności

Dom Development posiada znaczne możliwości w zakresie finansowania projektów deweloperskich. Zgodnie z naszymi analizami, jeśli Dom Development zdecydowałby się na zakończenie działalności, gotówka netto w spółce w 2011 roku wyniosłaby 235 mln PLN. Przy zastosowaniu modelu kredytowania inwestycji 40:60, pomijając nawet przedpłaty klientów, zasoby mogłyby pozwolić na uruchomienie projektów o koszcie 588 mln PLN. Problemem pozostaje na razie niewielka dywersyfikacja banku ziemi - Dom Development na posiadanych gruntach nie może uruchomić więcej projektów, gdyż projekty byłyby dla siebie wzajemnie konkurencją.

Najbardziej korzystny scenariusz dla Dom Development

Najbardziej korzystnym scenariuszem dla Dom Development są dalsze problemy pozostałych deweloperów z pozyskiwaniem finansowania. W takim wypadku Dom będzie w stanie finansować projekty, budowane po niskim koszcie, natomiast sprzedawać je po wysokich cenach. Spółka jest w stanie budować, nawet przy złym stanie sektora finansowego.

Kurs akcji DOM na tle WIG

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	878,8	698,2	634,5	462,3	770,5
EBITDA	243,2	168,1	114,1	27,5	113,9
marża EBITDA	27,7%	24,1%	18,0%	6,0%	14,8%
EBIT	241,0	165,7	111,7	25,1	111,5
Zysk netto	200,6	136,9	90,0	25,0	94,4
P/E	5,6	8,2	12,5	44,9	11,9
P/CE	5,5	8,1	12,1	41,0	11,6
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3
EV/EBITDA	4,6	8,3	10,1	42,7	7,7
DYield	0,3%	4,5%	1,8%	0,6%	2,1%

Nowe projekty Dom Development

Oferta mieszkań Dom Development

Wyniki sprzedaży mieszkań w Dom Development

W lipcu ilość sprzedanych lokali pozostawała na poziomie z czerwca, w sierpniu zaś, zgodnie ze słowami prezesa, wzrosła. W Q2 2009 Dom Development sprzedał 156 lokali, z tego 108 to mieszkania popularne, zlokalizowane głównie na Białolecie, 21 to apartamenty o podwyższonym standardzie, 27 zaś to domy. Wszystkie projekty z wyjątkiem domów sprzedawane są z dodatnią marżą. Domy spółka wyprzedaje po koszcie lub nawet ze stratą. Agresywna polityka sprzedaży domów wynika z dużej konkurencji niewielkich podmiotów (zarząd przyznaje, że nie docenił podaży podobnych projektów, prowadzonych przez niewielkie firmy). W kolejnych kwartałach, wraz z zakończeniem okresu wakacyjnego, spodziewać się naszym zdaniem należy poprawy wyników sprzedaży.

Wielkość oferty a średnia sprzedaż mieszkań brutto (szt.)

	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008
Średnia wielkość oferty	1048	1180	1269	1414	1536
Sprzedaż mieszkań brutto	215	126	105	234	366
Sprzedaż brutto / wielkość oferty	21%	11%	8%	17%	24%

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

Oferta mieszkań tanich maleje, więc Dom rozpocznie nowe projekty

Stopniowo maleje oferta mieszkań Dom Development, najmocniej w zakresie mieszkań popularnych. Przewidujemy, że na koniec roku oferta lokali popularnych będzie oscylowała o okolicę 350 sztuk. Logicznym krokiem jest rozpoczęcie nowych projektów. Sądzymy, że nawet w środowisku większych spadków cen mieszkań, deweloper zdecydowałby się na nowe inwestycje, chociażby w celu pokrycia kosztów stałych działalności. Obecna stabilizacja cen mieszkań rodzi zaś nadzieje na atrakcyjny zarobek na inwestycji.

Oferta Dom Development (liczba mieszkań)

Data	Stare projekty	Nowe projekty	Łącznie
01-kwi-08	1548		1548
01-lip-08	1524		1524
01-paź-08	1304		1304
01-sty-09	1234		1234
01-kwi-09	1126		1126
01-lip-09	969		969
01-paź-09	809		809
01-sty-10	634	684	1318
01-kwi-10	494	1932	2426

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Mieszkania wprowadzone do oferty wg. miast i dzielnic Warszawy

	2009/2010	2011	2012
Białoleka – Derby, Regaty	822	662	302
Białoleka – Żerań	378	615	424
Gocław	450	450	780
Targówek *	0	320	468
Wrocław **	0	227	227
Bielany	362		
Łącznie	2012	2274	2201

Źródło: DI BRE Banku S.A.; *prawdopodobnie deweloper rozpocząłby projekt wcześniej, gdyby był w stanie; ** zarząd deklaruje gotowość rozpoczęcia projektu, gdy istotnie poprawi się sprzedaż (sprzedaż 1500 mieszkań rocznie na rynku warszawskim)

Nowe inwestycje Dom Development

Które inwestycje rozpocznie najpierw Dom Development?

Zarząd zapowiada, że najpierw będzie rozpoczynać inwestycje gwarantujące najwyższą rentowność (powstające na najtańszych gruntach). W efekcie, wyniki spółki w latach 2011-

2013 będą w ten sposób stabilizowane. Kolejnym kryterium, jakim kierował będzie się zarząd przy wprowadzaniu nowych projektów do oferty będzie ich dywersyfikacja pod względem lokalizacji. Nie ma możliwości wprowadzenia zbyt wielu porównywalnych projektów, gdyż konkurowałyby one wzajemnie. W efekcie, zakładamy, że w nowej ofercie znajdą się projekty zlokalizowane na Białolecie takie jak: Derby 9, Regaty 4-6, Derby 14, projekty zlokalizowane na Żeraniu (Białoleka) takie jak: Klasyków i Winnica, a także projekt Gocław i Przy Ratuszu (Górczewska). Jedynie projekt Górczewska znajduje się na lewym brzegu Wisły, charakteryzować się też będzie stosunkowo niską rentownością (wynik nietrafionego zakupu ziemi z 2007 roku). Dom Development nie zamierza w najbliższym czasie rozpocząć projektu Oaza we Wrocławiu, który również powstawałby na drogim gruncie.

Wkład własny będący do dyspozycji Dom Development

Zgodnie z naszymi szacunkami, zakończenie wszystkich projektów pozwoliłoby Dom Development na wygenerowanie około 235 mln PLN gotówki netto. Środki własne w tej wysokości, przy założeniu wkładu własnego na poziomie 40% kosztu inwestycji, mogłyby pozwolić na realizację projektów o średnim rocznym koszcie na poziomie 588 mln PLN. Taką skalę kosztów, wykazanych w rachunku zysku i strat zakładamy w 2011 roku. Jednocześnie, 200 mln PLN z zadłużenia Dom Development to obligacje z terminem spłaty przypadającym na 28 listopada 2012 roku. Uwzględniając te środki w kalkulacji potencjalnej zdolności do prowadzenia inwestycji, można powiedzieć, że spółka byłaby w stanie realizować projekty o łącznym koszcie 1087,5 mln PLN. Oznaczałoby to budowę nawet do 4000 mieszkań rocznie. W celu osiągnięcia takiej skali działalności, Dom Development musiałby jednak zakupić nowe grunty, gwarantujące dywersyfikację oferty.

Oczekiwane budżety nowych projektów

Nazwa	PUM	Ilość mieszkań	Data wprowadzenia	Cena sprzedaży PUM *	Koszt PUM	Marża brutto na sprzedaży
Derby 9	12 870	234	Q4 2009	5300	3593	48%
Regaty 4-6 E1	18 590	338	Q1 2010	4900	3572	37%
Gocław E1	24 750	450	Q4 2009	6700	4919	36%
Klasyków E1	9 002	164	Q1 2010	6050	4622	31%
Derby 14 E1	13 750	250	Q1 2010	5300	3551	49%
Winnica 1 E1	11 396	214	Q1 2010	6100	4097	49%
Przy Ratuszu (Górczewska)	28 800	362	Q1 2010	6700	6177	8%
Derby 11	4 526	85	2011	5300	4250	25%
Derby 14 E2	23 312	424	2011	5300	3651	45%
Regaty 4-6 E2	8 408	153	2011	4900	3672	33%
Winnica 1 E2	16 667	303	2011	6100	4202	45%
Gocław E2	16 500	300	2011	6700	5033	33%
Klasyków E2	17 144	312	2011	6050	4723	28%
Jugosławińska E1	8 250	150	2011	6700	5838	15%
Targówek 1 E1	17 624	320	2011	6100	4624	32%
Oaza E1	12 500	227	2011	5512	5536	0%
Derby 20	3 195	58	2012	5459	4459	22%
Regaty 2 etap 8	10 437	190	2012	5459	4617	18%
Winnica 1 E3	16 667	303	2012	5047	3776	34%
Winnica 2 E1	6 656	121	2012	6901	5640	22%
Gocław E3	20 900	380	2012	6283	4311	46%
Jugosławińska E2	19 250	350	2012	6283	4311	46%
Targówek 2 E1	25 730	468	2012	6901	5150	34%
Oaza E2	12 500	227	2012	6901	5955	16%
Malwa 4	852	16	2012	6283	4840	30%
Klasyków 2 (domy)	4 580	38	2012	5677	5635	1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * brutto, z garażem

Szansa na wzrost skali działalności

Zakupy gruntów i wzrost skali działalności

Nie wykluczamy scenariusza, w którym Dom Development w większym niż przez nas zakładany będzie zwiększać skalę działalności, m.in. rozszerzając ofertę mieszkań o inne dzielnice Warszawy i inne miasta. Nie przewidujemy, że spółka zdecyduje się na przykład rozpocząć więcej inwestycji na Białolecie, gdyż projekty konkurowałyby między sobą. Oczekujemy za to, że będzie dążyć do nabywania nowych gruntów po atrakcyjnych cenach na lewym brzegu Warszawy. Uważamy, że spółka ma ku temu tak rozeznanie rynkowe, jak i niezbędną organizację. W naszej prognozie konserwatywnie zakładamy realizację inwestycji do 2012 roku tylko na obecnie posiadanych gruntach. Nie uwzględniamy też możliwości wyjścia poza Warszawę, choć ta opcja jest mniej prawdopodobna niż wzrost skali działalności w innych częściach Warszawy. Zarząd deklaruje, że sprzedaż roczna musiałaby wzrosnąć do 1500 mieszkań, aby sensowne było rozpoczynanie projektów w innych miastach. Naszym zdaniem, może to mieć miejsce w 2012 roku.

Wpływ niższych cen mieszkań na wyniki – symulacja

Wyniki Dom Development, scenariusz bazowy

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	878,8	698,2	634,5	462,3	770,5	760,6
EBITDA	243,2	168,1	114,1	27,5	113,9	105,7
marża EBITDA	27,7%	24,1%	18,0%	6,0%	14,8%	13,9%
EBIT	241,0	165,7	111,7	25,1	111,5	103,3
Zysk netto	200,6	136,9	90,0	25,0	94,4	112,1
P/E	5,6	8,2	12,5	44,9	11,9	10,0
P/CE	5,5	8,1	12,1	41,0	11,6	9,8
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	4,6	8,3	10,1	42,7	7,7	7,3
DYield	0,3%	4,5%	1,8%	0,6%	2,1%	4,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Dom Development, ceny mieszkań -5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	878,8	698,2	634,5	449,1	740,6	722,6
EBITDA	243,2	168,1	114,1	14,3	84,1	67,7
marża EBITDA	27,7%	24,1%	18,0%	3,2%	11,4%	9,4%
EBIT	241,0	165,7	111,7	11,9	81,7	65,3
Zysk netto	200,6	136,9	90,0	14,2	69,7	80,1
P/E	5,6	8,2	12,5	79,2	16,1	14,0
P/CE	5,5	8,1	12,1	67,7	15,6	13,6
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	4,6	8,3	10,1	82,5	10,7	11,9
DYield	0,3%	4,5%	1,8%	0,3%	1,6%	2,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Dom Development, ceny mieszkań -10%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	878,8	698,2	634,5	435,9	710,8	684,6
EBITDA	243,2	168,1	114,1	1,1	54,3	29,8
marża EBITDA	27,7%	24,1%	18,0%	0,3%	7,6%	4,3%
EBIT	241,0	165,7	111,7	-1,3	51,8	27,3
Zysk netto	200,6	136,9	90,0	3,4	44,9	48,0
P/E	5,6	8,2	12,5	334,6	25,0	23,4
P/CE	5,5	8,1	12,1	194,4	23,7	22,2
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	4,6	8,3	10,1	1036,1	17,1	28,4
DYield	0,3%	4,5%	1,8%	0,1%	1,0%	1,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Dom Development, ceny mieszkań +5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	878,8	698,2	634,5	475,4	800,3	798,6
EBITDA	243,2	168,1	114,1	40,7	143,8	143,7
marża EBITDA	27,7%	24,1%	18,0%	8,6%	18,0%	18,0%
EBIT	241,0	165,7	111,7	38,3	141,3	141,3
Zysk netto	200,6	136,9	90,0	35,8	119,2	144,2
P/E	5,6	8,2	12,5	31,3	9,4	7,8
P/CE	5,5	8,1	12,1	29,4	9,2	7,7
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	4,6	8,3	10,1	28,7	5,9	5,1
DYield	0,3%	4,5%	1,8%	0,8%	2,7%	5,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Dom Development szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 49,8 PLN.

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań od 0 do 15% niższe od obecnych, uwzględniając rabaty.
- Wzrost kosztów budowy z obecnych poziomów o 3% rocznie, od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań od założonych poziomów o 3% rocznie, od 2012 roku.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Do 2013 roku spółka inwestuje w oparciu o własne grunty.
- Dom Development nie dywersyfikuje swej działalności o nowe lokalizacje i miasta do 2012 roku.

Założenia modelu DCF

	2009P	2010P	2011P	2012P
Liczba mieszkań przekazanych	1485	742	1733	2222
Średnia cena przekazanego mieszkania	427	623	445	342
Średnia cena 1m2 przekazanego mieszkania	6746	7449	7010	6144
Liczba mieszkań sprzedanych	676	1530	2300	2300

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	634,5	462,3	770,5	760,6	783,9	823,1	861,8	899,7	933,9	966,6	
zmiana	-9,1%	-27,1%	304,2%	-1,3%	3,1%	5,0%	4,7%	4,4%	3,8%	3,5%	
EBITDA	114,1	27,5	113,9	105,7	97,5	102,0	108,0	113,7	118,5	123,0	
marża EBITDA	18,0%	6,0%	14,8%	13,9%	12,4%	12,4%	12,5%	12,6%	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	111,7	25,1	111,5	103,3	95,1	99,6	105,5	111,2	116,1	120,5	
marża EBIT	17,6%	5,4%	14,5%	13,6%	12,1%	12,1%	12,2%	12,4%	12,4%	12,5%	
Opodatkowanie EBIT	21,2	4,8	21,2	19,6	18,1	18,9	20,1	21,1	22,1	22,9	
NOPLAT	90,5	20,3	90,3	83,7	77,0	80,7	85,5	90,1	94,0	97,6	
CAPEX	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Kapitał obrotowy	397,6	-44,5	225,6	44,3	39,1	-26,2	-24,9	-23,8	-21,7	-20,7	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	488,0	-24,1	315,9	128,0	116,1	54,5	60,6	66,3	72,3	77,0	79,3
WACC	11,1%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
współczynnik dyskonta	96,6%	87,0%	78,2%	70,4%	63,3%	56,9%	51,2%	46,0%	41,4%	37,4%	
PV FCF	471,2	-21,0	247,2	90,0	73,5	31,0	31,0	30,5	29,9	28,8	

WACC	11,1%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	2%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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)	1 042,9
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	390,2
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 012,2
Wartość firmy (EV)	1 402,4
Dług netto	272,1
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	1 130,3
Liczba akcji (mln.)	24,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	46,0
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%
Cena docelowa	49,8

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	47,5	48,6	49,7	51,0	52,5
WACC -0,5pp	47,6	48,6	49,8	51,1	52,6
WACC	47,6	48,6	49,8	51,1	52,6
WACC +0,5pp	47,5	48,6	49,7	51,0	52,5
WACC +1,0pp	47,4	48,4	49,5	50,8	52,3

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,9
P/E('09) dla ceny docelowej	13,6
Udział TV w EV	28%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	729,8	878,8	698,2	634,5	462,3	770,5	760,6
<i>zmiana</i>	35,9%	20,4%	-20,6%	-9,1%	-27,1%	66,7%	-1,3%
Koszt własny sprzedaży	496,9	545,7	429,0	456,8	369,5	588,1	584,5
Zysk brutto na sprzedaży	232,9	333,1	269,1	177,7	92,8	182,4	176,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,9%	37,9%	38,5%	28,0%	20,1%	23,7%	23,2%
Koszty sprzedaży	-21,7	-22,4	-30,0	-21,0	-19,7	-20,7	-21,3
Koszty ogólnego zarządu	-41,3	-57,7	-61,9	-41,0	-44,0	-46,2	-47,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-5,0	-12,1	-11,5	-4,0	-4,0	-4,0	-3,9
EBIT	165,0	241,0	165,7	111,7	25,1	111,5	103,3
<i>zmiana</i>	130,7%	46,1%	-31,2%	-32,6%	-77,5%	344,4%	-7,4%
<i>marża EBIT</i>	22,6%	27,4%	23,7%	17,6%	5,4%	14,5%	13,6%
Wynik na działalności finansowej	2,8	9,4	7,2	-0,6	5,8	5,1	35,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,8	250,4	173,0	111,1	30,8	116,6	138,4
Podatek dochodowy	-32,6	-49,7	-36,0	-21,1	-5,9	-22,2	-26,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	90,0	25,0	94,4	112,1
<i>zmiana</i>	-	48,4%	-31,7%	-34,3%	-72,2%	278,0%	18,7%
<i>marża</i>	18,5%	22,8%	19,6%	14,2%	5,4%	12,3%	14,7%
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EBITDA	166,5	243,2	168,1	114,1	27,5	113,9	105,7
<i>zmiana</i>	127,3%	46,0%	-30,9%	-32,1%	-75,9%	314,1%	-7,2%
<i>marża EBITDA</i>	22,8%	27,7%	24,1%	18,0%	6,0%	14,8%	13,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	6,1	8,2	5,6	3,7	1,0	3,8	4,6
CEPS	6,1	8,3	5,7	3,8	1,1	3,9	4,7
ROAE	43,2%	33,8%	19,9%	12,5%	3,3%	11,7%	12,8%
ROAA	17,9%	18,4%	9,1%	5,3%	1,6%	6,3%	7,0%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 621,1	1 430,4	1 570,1	1 636,3
Majątek trwały	17,0	21,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
WNiP	0,7	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	6,5	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	7,5	10,6	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Pozostałe	2,4	3,0	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Majątek obrotowy	906,9	1 230,2	1 743,7	1 600,2	1 409,5	1 549,2	1 615,4
Zapasy	594,9	862,4	1 458,1	1 075,0	916,2	729,9	685,4
Należności	60,8	65,9	55,5	50,5	44,3	73,9	72,9
Pozostałe aktywa obrotowe	23,7	26,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	227,5	275,5	223,7	468,4	442,7	739,1	850,7
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	923,9	1 252,1	1 764,6	1 621,1	1 430,4	1 570,1	1 636,3
Kapitał własny	491,9	696,1	683,5	753,8	772,6	843,4	910,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania długoterminowe	154,8	330,4	462,9	460,9	460,9	460,9	460,9
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	102,2	241,8	433,3	433,3	433,3	433,3	433,3
Rezerwy	52,6	88,6	29,6	27,7	27,7	27,7	27,7
Zobowiązania krótkoterminowe	277,2	225,5	618,4	406,5	197,1	266,0	264,8
Pożyczki i kredyty, obligacje	98,9	37,0	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5
Zobowiązania wobec dostawców	143,8	121,0	145,5	154,9	116,4	185,3	184,2
Inne	34,5	67,5	410,4	189,2	18,2	18,2	18,2
Dług	201,1	278,8	495,8	495,8	495,8	495,8	495,8
Dług netto	-26,4	3,3	272,1	27,4	53,1	-243,3	-354,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-5,4%	0,5%	39,8%	3,6%	6,9%	-28,8%	-39,0%
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	0,0	1,6	0,2	1,9	-	-
BVPS	22,0	28,3	27,8	30,7	31,5	34,3	37,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-30,3	-22,3	-215,0	267,3	-22,8	317,4	123,7
Zysk netto	135,2	200,6	136,9	90,0	25,0	94,4	112,1
Amortyzacja	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitał obrotowy	-211,8	-295,7	-245,5	397,6	-44,5	225,6	44,3
Pozostałe	44,8	70,6	-108,8	-222,7	-5,8	-5,1	-35,1
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
CAPEX	-1,4	-3,6	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe	-0,3	0,0	0,0	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	185,8	73,9	166,7	-20,2	-0,5	-18,5	-9,7
Emisja akcji	220,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-34,8	77,6	216,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,7	-50,1	-19,6	-6,2	-23,6	-44,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	153,7	48,0	-51,8	244,7	-25,7	296,5	111,5
Środki pieniężne na koniec okresu	227,5	275,5	223,7	468,4	442,7	739,1	850,7
DPS (PLN)	0,0	0,2	2,0	0,8	0,3	1,0	1,8
FCF				487,6	-24,1	315,9	128,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	7,5	5,6	8,2	12,5	44,9	11,9	10,0
P/CE	7,5	5,5	8,1	12,1	41,0	11,6	9,8
P/BV	2,1	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2
P/S	1,4	1,3	1,6	1,8	2,4	1,5	1,5
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	42,5%	-2,1%	35,9%	16,7%
EV/EBITDA	6,0	4,6	8,3	10,1	42,7	7,7	7,3
EV/EBIT	6,0	4,7	8,4	10,3	46,8	7,9	7,4
EV/S	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,1	1,0
DYield	0,0%	0,3%	4,5%	1,8%	0,6%	2,1%	4,0%
Cena (PLN)	45,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,3	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	1019,7	1122,4	1122,4	1122,4	1122,4	1122,4	1122,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EV (mln PLN)	993,3	1 125,7	1 394,3	1 149,7	1 175,4	878,9	767,4

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca 11,6 PLN**Cena docelowa** 13,6 PLN

Kapitalizacja 0,62 mld PLN

Free float 0,14 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 1,71 mln PLN

Struktura akcjonariatu

EHT S.A. 46,52%

Józef Wojciechowski 30,87%

J.W. Construction 1,14%

Pozostali 21,47%

Profil spółki

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

Ważne daty

13.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

J.W.Construction

JWC.PW; JWCA.WA

Kupuj

(Wznowiona)

J.W. utrzyma skalę działalności

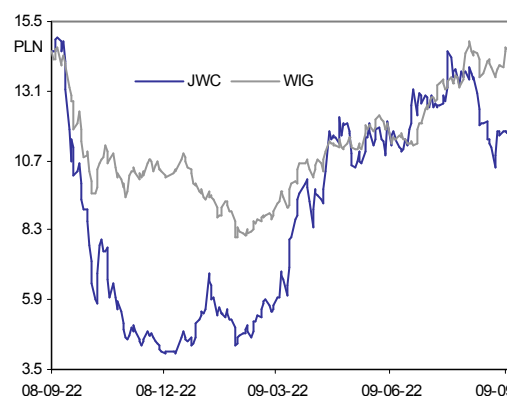
Uważamy, że w przypadku J.W. Construction nie powinno się żywić obaw o skalę przyszłej działalności. Dług netto w wysokości 482 mln PLN (Q2 2009) zostanie spłacony wraz z zakończeniem bieżących projektów deweloperskich. Na uwagę zasługuje fakt, że z 482 mln PLN długu netto, jedynie 17,5 mln PLN to dług zaciągnięty na zakup gruntów, 108 mln PLN zaś to zadłużenie TBS, generującego dodatnie przepływy finansowe (w zasadzie odpowiednik zadłużenia hipotecznego). Szacujemy, że po sprzedaży wszystkich projektów, w spółce zostałoby około 105 mln PLN gotówki netto. W ofercie J.W. znajduje się obecnie około 1300 mieszkań (około 1000 lokali, pomijając nie rozpoczęty projekt Zielona Dolina). Pozornie więc oferta spółki jest na tyle ograniczona, że J.W. powinno rozpocząć nowe inwestycje wtedy, gdy Dom Development, tak jednak nie jest. Ze względu na problem wycofań klientów, szacujemy, że oferta J.W. będzie się kurczyć wolniej niż oferta Dom Development, w efekcie J.W. nowe projekty rozpocznie dopiero w drugiej połowie 2010 roku, zaś rozpozna w wynikach dopiero w 2012 roku. Zwracamy uwagę, że J.W. w przeciwieństwie do Dom Development zajmuje się także działalnością budowlaną, co uwzględniamy w wycenie zakładając dodatkową marżę EBIT na działalność budowlaną w wysokości 3% (założenie jest konserwatywne na tle prognoz wyników branży budowlanej. Portfel zamówień spółki budowlanej J.W. na rok kolejny to 300 mln PLN (nie licząc potencjalnych inwestycji mieszkaniowych i biurowych. Rekomendujemy kupno walorów J.W.

Problem wycofań klientów

Oferta J.W. Construction to obecnie około 1300 mieszkań. Na koniec 2008 roku spółka posiadała w ofercie 1535 lokali, co przy sprzedaży 310 mieszkań w pierwszym półroczu 2009 roku oznacza, że spółka jednocześnie zanotowała około 75 wycofań. Nie jest to bardzo dużo. Mimo to uważamy, że liczba ta wzrośnie, gdyż zbliża się oddanie mieszkań w projekcie Górczewska Park, gdzie mieszkania były sprzedawane głównie po wysokiej cenie i w dodatku w systemie 10/90. Zgodnie z informacją pozyskaną od J.W., deweloper otrzymuje pisma od klientów, proszących o odroczenie terminu przekazania mieszkania, w związku z trudnościami w uzyskaniu kredytu.

Działalność budowlana: ukryta wartość

J.W. Construction prowadzi także działalność budowlaną. Zgodnie z opinią zarządu, spółka budowlana wygeneruje w tym roku około 300-400 mln PLN przychodów, jej portfel zamówień na rok kolejny wynosi zaś 300 mln PLN (nie uwzględniając nowych, potencjalnych inwestycji). Uważamy, że w obecnych warunkach rynkowych nie ma obaw o zlecenia z części deweloperskiej, w efekcie uwzględniamy część wykonawczą w prognozach.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	781,1	721,4	846,6	1029,9	421,4
EBITDA	208,0	158,5	213,4	322,7	57,8
marża EBITDA	26,6%	22,0%	25,2%	31,3%	13,7%
EBIT	194,7	141,1	193,0	301,7	36,8
Zysk netto	144,2	100,9	159,2	253,5	27,8
P/E	4,2	6,3	3,9	2,5	22,4
P/CE	3,9	5,3	3,5	2,3	12,8
P/BV	1,1	1,9	1,3	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	8,0	4,1	1,7	13,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nowe projekty J.W. Construction

Oferta mieszkań J.W. Construction

Wyniki sprzedaży mieszkań w J.W. Construction

W miesiącach wakacyjnych J.W. Construction sprzedawało ponad 70 mieszkań miesięcznie, podczas gdy w całym Q2 2009 spółka sprzedała 191 lokali. W Q1 2009 sprzedanych zostało około 120 mieszkań. W pierwszym półroczu, zgodnie z naszymi kalkulacjami, J.W. Construction zanotowało 75 wycofań. Zarząd spółki liczy, że w kolejnych miesiącach sprzedaż mieszkań może wynieść nawet około 80-100 mieszkań. Warunki sprzedaży lokali nie zmieniły się w stosunku do poprzednich miesięcy, nadal cena negocjowana jest indywidualnie, rabat do 15% ceny mieszkania możliwy jest zaś do uzyskania przy zapłacie całości kwoty gotówką.

J.W. rozpocznie nowe projekty mieszkaniowe w drugiej połowie 2010 roku

Uważamy, że J.W. Construction rozpocznie nowe projekty w drugiej połowie 2010 roku. Związane jest to z ofertą mieszkań, wystarczającą na prowadzenie sprzedaży do końca 2010 roku, z ograniczonym przygotowaniem nowych inwestycji, a także chęcią rozpoczęcia najpierw inwestycji biurowych.

Oferta J.W. Construction (liczba mieszkań)

	Liczba mieszkań	Sprzedaż	Wycofania	Sprzedaż netto	Nowe lokale
Q2 2009	1000				
Q3 2009	990	210	200	10	
Q4 2009	840	220	70	150	
Q1 2010	650	230	40	190	
Q2 2010	445	240	35	205	
Q3 2010	695	250	20	230	480
Q4 2010	1055	260	20	240	600
Q1 2011	1457	270	20	245	651
Q2 2011	1241	236	20	216	
Q3 2011	1295	246	20	226	280
Q4 2011	1105	210	20	190	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Mieszkania wprowadzone do oferty wg. miast i dzielnic Warszawy

	2010	2011	2012
Białoleka	782	931	852
Siekierki	227		
Ożarów Mazowiecki	71		147
Łeba		264	264
Katowice		224	224
Soczi		248	248
Sopot			45
Konstancin			160
Złote Piaski (Bułgaria)			322
Łącznie	1080	1668	2263

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje J.W. Construction

Które inwestycje rozpocznie najpierw J.W. Construction?

Uważamy, że najwcześniej, bo już w pierwszym półroczu kolejnego roku, J.W. będzie gotowe rozpocząć budowę trzech biurowców (dwóch w Warszawie, jednego w Szczecinie). Projekty mieszkaniowe, które J.W. chce wprowadzić w kolejnym roku do oferty to: Światowida, Antoniewska i pierwszy etap osiedla domów w Ożarowie. Projekt Antoniewska powstanie na Siekierkach w Warszawie, na działce kupionej w czerwcu 2009 roku po atrakcyjnej cenie 650 PLN/PUM. W styczniu J.W. złoży dokumenty, niezbędne do uzyskania pozwolenia na budowę. Projekt Światowida znajduje się na Białolece (podobna lokalizacja, jak osiedle Derby Dom Development). Spółka oczekuje, że w styczniu otrzyma pozwolenie na budowę obiektu. W ramach osiedla domów w Ożarowie, J.W. wybuduje w trzech etapach około 400 domów, na

łącznym terenie o powierzchni 423 tys. m². W stosunku do deklaracji zarządu, zakładamy dodatkowo, że J.W. w Q4 2010 rozpocznie projekt Zielona Dolina na Białoleścu (projekt o lokalizacji zbliżonej do Osiedla Regaty Dom Development).

Wkład własny będący do dyspozycji J.W. Construction

Zakończenie bieżących projektów deweloperskich przy braku nowych inwestycji uwolniłoby zgodnie z naszymi analizami 105 mln PLN gotówki netto. Wkład własny w wysokości 105 mln PLN pozwoli na realizację projektów o łącznym koszcie 262,5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że 108 mln PLN z pozostałego długu netto to zadłużenie TBS (w zasadzie ekwiwalent kredytu hipotecznego zaciągniętego pod wynajmowane lokale, Towarzystwo Budownictwa Społecznego generuje dodatnie przepływy operacyjne). Włączając „bezpieczny” dług TBS do kalkulacji zdolności kredytowej, otrzymujemy możliwość realizacji inwestycji o łącznym koszcie 532,5 mln PLN. Taką skalę kosztów własnych sprzedaży J.W. Construction przewidujemy w 2012 roku (w 2011 roku spółka zanotuje spadek wyniku, spowodowany przesunięciem oddania mieszkań, których budowa rozpocznie się w drugiej połowie 2010 roku, na rok 2012).

Zakupy gruntów i wzrost skali działalności

Zakładamy, że do 2014/2015 roku deweloper wykorzysta posiadany bank ziemi.

Oczekiwane budżety nowych projektów

Nazwa	Miasto	PUM	Ilość mieszkań	Data wprowadzenia	Cena sprzedaży PUM	Koszt PUM	Marża brutto na sprzedaży
Światowida	Warszawa	10000	182	Q3 2010	6100	3669	40%
Antoniewska	Warszawa	12500	227	Q3 2010	6500	4395	32%
Ożarów E1	Ożarów	11500	71	Q3 2010	4037	3666	9%
Jerozolimskie Point	Warszawa	4157	-	Q2 2010	10286 *	8985	13%
Pileckiego	Warszawa	16838	-	Q2 2010	10629 **	8537	20%
Nowa Dana	Szczecin	25324	-	Q2 2010	10286 ***	8875	14%
Zielona Dolina E1	Warszawa	33000	600	Q4 2010	5000	3615	28%
Berensona	Warszawa	20414	371	Q1 2011	5300	3876	27%
Lewandów	Warszawa	15402	280	Q1 2011	5300	3734	30%
Lewandów	Warszawa	15403	280	Q3 2011	5300	3734	30%
Łeba	Łeba	14527	264	Q1 2011	4500	3976	12%
Uroczysko	Katowice	12308	224	Q1 2011	4500	4078	9%
Soczi E1	Soczi	13667	248	Q1 2011	4500	3717	17%
Sopot	Sopot	2500	45	Q1 2012	8000	5484	31%
Konstancin II	Konstancin	8800	160	Q1 2012	6500	4345	33%
Uroczysko	Katowice	12308	224	Q1 2012	4635	4184	10%
Ożarów E2	Ożarów	23810	147	Q1 2012	4158	3833	8%
Soczi E2	Soczi	13667	248	Q1 2012	4635	3823	18%
Zielona Dolina E2	Warszawa	39550	719	Q1 2012	5459	3824	30%
Odkryta	Warszawa	7322	133	Q1 2012	5459	4171	24%
Złote Piaski	Złote Piaski	17700	322	Q1 2012	6000	5047	16%

Źródło: Dł BRE Banku S.A.; * czynsz 15 EUR/m², kurs EUR/PLN = 4,0, yield = 7%; ** czynsz 15,5 EUR/m², kurs EUR/PLN = 4,0, yield = 7%; czynsz = 15 EUR/m², kurs EUR/PLN = 4,0, yield = 7%

Działalność w innych segmentach

Działalność w innych segmentach

Od zarządu spółki otrzymaliśmy przekaz, że J.W. Construction rozważa rozbudowę sieci hoteli. Nie jest przesądzone, że w przyszłości działalność dewelopera będzie skoncentrowana głównie w segmencie mieszkaniowym mimo, iż naszym zdaniem taki scenariusz jest stosunkowo najbardziej prawdopodobny (dobre marże, rozpoznawalna marka). Zarząd rozważa różne alternatywy najbardziej efektywnego ulokowania kapitału spółki.

Segmenty działalności – wyniki finansowe (2007-2014P)

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Działalność deweloperska								
Przychody ze sprzedaży	722,1	672,1	816,4	998,5	385,8	651,3	670,7	704,2
Zysk brutto ze sprzedaży	235,2	188,5	236,4	310,6	61,1	162,0	148,4	151,4
Marża %	32,58%	28,05%	28,96%	31,11%	15,83%	24,87%	22,13%	21,50%
Działalność hotelarska								
Przychody ze sprzedaży	18,1	21,1	17,9	18,8	22,6	23,3	24,0	24,7
Zysk brutto ze sprzedaży	3,2	3,8	0,5	2,3	2,9	3,0	3,1	3,2
Marża %	17,89%	17,82%	3,00%	12,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Budownictwo społeczne								
Przychody ze sprzedaży	10,2	10,8	12,3	12,7	13,0	13,4	13,8	14,2
Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	4,3	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,1
Marża %	46,26%	39,50%	49,97%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Budownictwo na użytek własny *								
Przychody ze sprzedaży	b.d.	b.d.	300-400	350,0	360,5	371,3	382,5	393,9
Dodatkowa marża EBIT	b.d.	b.d.	b.d.	10,5	10,8	11,1	11,5	11,8
Marża %	b.d.	b.d.	b.d.	3%	3%	3%	3%	3%
Działalność pozostała								
Przychody ze sprzedaży	16,2	13,6	21,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	2,0	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marża %	12,4%	11,5%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * działalność podlegająca wyłączeniu w momencie konsolidacji; portfel zamówień na rok 2010 to około 300 mln PLN

Wpływ niższych cen mieszkań na wyniki – symulacja
Wyniki J.W. Construction, scenariusz bazowy

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	781,1	721,4	846,6	1029,9	421,4	688,1
EBITDA	208,0	158,5	213,4	322,7	57,8	156,6
marża EBITDA	26,6%	22,0%	25,2%	31,3%	13,7%	22,8%
EBIT	194,7	141,1	193,0	301,7	36,8	135,6
Zysk netto	144,2	100,9	159,2	253,5	27,8	115,6
P/E	4,2	6,3	3,9	2,5	22,4	5,4
P/CE	3,9	5,3	3,5	2,3	12,8	4,6
P/BV	1,1	1,9	1,3	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,4	8,0	4,1	1,7	13,3	4,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki J.W. Construction, ceny mieszkań -5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	781,1	721,4	846,6	1012,1	421,4	655,5
EBITDA	208,0	158,5	213,4	304,8	57,8	124,0
marża EBITDA	26,6%	22,0%	25,2%	30,1%	13,7%	18,9%
EBIT	194,7	141,1	193,0	283,8	36,8	103,0
Zysk netto	144,2	100,9	159,2	238,7	27,5	88,2
P/E	4,2	6,3	3,9	2,6	22,7	7,1
P/CE	3,9	5,3	3,5	2,4	12,9	5,7
P/BV	1,1	1,9	1,3	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,4	8,0	4,1	1,8	13,5	6,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki J.W. Construction, ceny mieszkań -10%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	781,1	721,4	846,6	994,2	421,4	623,0
EBITDA	208,0	158,5	213,4	287,0	57,8	91,4
marża EBITDA	26,6%	22,0%	25,2%	28,9%	13,7%	14,7%
EBIT	194,7	141,1	193,0	266,0	36,8	70,4
Zysk netto	144,2	100,9	159,2	224,0	27,3	60,7
P/E	4,2	6,3	3,9	2,8	22,9	10,3
P/CE	3,9	5,3	3,5	2,5	12,9	7,6
P/BV	1,1	1,9	1,3	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	8,0	4,1	2,0	13,8	8,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki J.W. Construction, ceny mieszkań +5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	781,1	721,4	846,6	1047,8	421,4	720,7
EBITDA	208,0	158,5	213,4	340,5	57,8	189,1
marża EBITDA	26,6%	22,0%	25,2%	32,5%	13,7%	26,2%
EBIT	194,7	141,1	193,0	319,5	36,8	168,1
Zysk netto	144,2	100,9	159,2	268,2	28,1	143,0
P/E	4,2	6,3	3,9	2,3	22,2	4,4
P/CE	3,9	5,3	3,5	2,2	12,7	3,8
P/BV	1,1	1,9	1,3	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,4	8,0	4,1	1,5	13,0	3,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki J.W. Construction szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 13,6 PLN.

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań od 0 do 15% niższe od obecnych, uwzględniając rabaty.
- Wzrost kosztów budowy z obecnych poziomów o 3% rocznie, od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań od założonych poziomów o 3% rocznie, od 2012 roku.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Do 2014 roku spółka inwestuje w oparciu o własne grunty.

Założenia modelu DCF

	2009P	2010P	2011P	2012P
Liczba mieszkań przekazanych	2417	3563	0	2489
Średnia cena przekazanego mieszkania	350	289	-	276
Średnia cena 1 m2 przekazanego mieszkania	6663	6208	-	5220
Liczba mieszkań sprzedanych netto	385	980	961	2456

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zakładamy, że w 2011 roku deweloper nie zdąży przekazać rozpoczętych w drugiej połowie 2010 roku projektów mieszkaniowych. Wynik w tym roku będą budowały wyłącznie projekty biurowe.



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	846,6	1 029,9	421,4	688,1	708,5	743,2	777,5	811,1	841,6	870,8	
zmiana	17,4%	21,7%	-59,1%	63,3%	3,0%	4,9%	4,6%	4,3%	3,8%	3,5%	
EBITDA	213,4	322,7	57,8	156,6	142,2	144,3	150,5	156,6	161,9	167,0	
marża EBITDA	25,2%	31,3%	13,7%	22,8%	20,1%	19,4%	19,4%	19,3%	19,2%	19,2%	
Amortyzacja	20,5	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	
EBIT	193,0	301,7	36,8	135,6	121,2	123,3	129,5	135,6	140,9	146,0	
marża EBIT	22,8%	29,3%	8,7%	19,7%	17,1%	16,6%	16,7%	16,7%	16,7%	16,8%	
Opodatkowanie EBIT	36,7	57,3	7,0	25,8	23,0	23,4	24,6	25,8	26,8	27,7	
NOPLAT	156,3	244,4	29,8	109,8	98,2	99,9	104,9	109,8	114,2	118,3	
CAPEX	-20,5	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	-21,0	
Kapitał obrotowy	286,4	104,5	-278,3	-61,1	-67,6	2,5	-23,5	-22,5	-20,6	-19,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	442,7	348,8	-248,5	48,7	30,6	102,4	81,4	87,4	93,6	98,6	101,6
WACC	9,7%	11,2%	10,2%	10,5%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
współczynnik dyskonta	96,2%	86,5%	78,5%	71,0%	64,1%	57,6%	51,8%	46,6%	41,9%	37,9%	
PV FCF	425,9	301,8	-195,0	34,6	19,6	59,0	42,2	40,7	39,2	37,4	
WACC	9,7%	11,2%	10,2%	10,5%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	28%	0%	19%	13%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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)	1 336,8										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	506,5										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	805,4										
Wartość firmy (EV)	1 311,9										
Dług netto	631,9										
Wartość likwidacyjna gruntów	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	680,0										
Liczba akcji (mln.) *	54,1										
Wartość firmy na akcję (PLN)	12,6										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Cena docelowa	13,6										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	4,8										
P/E('09) dla ceny docelowej	4,3										
Udział TV w EV	39%										

* Dane korygowane o akcje własne

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	12,5	13,1	13,8	14,5	15,4
WACC -0,5pp	12,4	13,0	13,7	14,5	15,4
WACC	12,4	13,0	13,6	14,4	15,3
WACC +0,5pp	12,3	12,9	13,6	14,4	15,2
WACC +1,0pp	12,3	12,9	13,5	14,3	15,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	726,3	781,1	721,4	846,6	1 029,9	421,4	688,1
<i>zmiana</i>	75,2%	7,5%	-7,6%	17,4%	21,7%	-59,1%	63,3%
Koszt własny sprzedaży	500,3	532,5	509,8	602,8	700,2	340,1	505,3
Zysk brutto na sprzedaży	226,0	248,6	211,6	243,7	329,7	81,4	182,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,1%	31,8%	29,3%	28,8%	32,0%	19,3%	26,6%
Koszty sprzedaży	-24,1	-28,6	-27,4	-23,3	-16,7	-17,2	-17,7
Koszty ogólnego zarządu	-20,8	-24,9	-28,8	-24,5	-24,1	-24,8	-25,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	-0,5	-14,2	-3,0	12,8	-2,5	-4,0
EBIT	180,1	194,7	141,1	193,0	301,7	36,8	135,6
<i>zmiana</i>	438,1%	8,1%	-27,5%	36,7%	56,3%	-87,8%	268,0%
<i>marża EBIT</i>	24,8%	24,9%	19,6%	22,8%	29,3%	8,7%	19,7%
Wynik na działalności finansowej	-12,9	-14,5	-15,8	3,6	11,3	-2,5	7,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,2	180,2	125,3	196,6	312,9	34,3	142,7
Podatek dochodowy	-35,2	-36,0	-24,4	-37,3	-59,5	-6,5	-27,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	132,0	144,2	100,9	159,2	253,5	27,8	115,6
<i>zmiana</i>	-	12,2%	-31,9%	57,8%	59,2%	-21,5%	731,7%
<i>marża</i>	18,2%	18,5%	14,0%	18,8%	24,6%	6,6%	16,8%
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	20,5	21,0	21,0	21,0
EBITDA	190,8	208,0	158,5	213,4	322,7	57,8	156,6
<i>zmiana</i>	328,0%	9,0%	-23,8%	34,7%	51,2%	-82,1%	170,7%
<i>marża EBITDA</i>	26,3%	26,6%	22,0%	25,2%	31,3%	13,7%	22,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln.) *	9,6	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1
EPS	13,8	2,7	1,8	2,9	4,7	0,5	2,1
CEPS	14,9	3,0	2,2	3,3	5,1	0,9	2,5
ROAE	84,3%	38,8%	23,1%	39,3%	41,4%	5,2%	14,3%
ROAA	15,9%	11,9%	6,1%	8,6%	15,9%	1,9%	8,5%

* Dane korygowane o akcje własne

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 922,2	1 267,0	1 282,4	1 450,0
Majątek trwały	329,2	381,0	472,4	527,4	552,6	537,4	537,4
WNiP	12,5	12,4	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Wartość firmy	16,8	16,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	272,0	299,3	354,7	409,7	419,7	419,7	419,7
Inwestycje długoterminowe	5,0	15,3	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	12,3	12,4	12,4	27,6	12,4	12,4
Pozostałe	22,9	25,0	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Majątek obrotowy	578,4	1 130,5	1 306,0	1 394,9	714,4	745,0	912,7
Zapasy	55,1	28,3	42,9	42,9	19,7	32,1	32,1
Należności	40,2	66,4	79,5	88,5	107,7	40,4	66,0
Kontrakty budowlane	403,6	875,1	1 127,3	816,5	225,7	446,4	534,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,0	11,7	17,0	17,0	16,0	16,0	16,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	37,4	75,3	36,7	427,3	342,6	207,3	261,8
Inne	32,1	73,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 922,2	1 267,0	1 282,4	1 450,0
Kapitał własny	193,4	549,5	325,7	484,9	738,4	766,2	881,8
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	350,4	370,8	283,3	283,3	283,3	283,3	283,3
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	302,1	287,4	251,2	251,2	251,2	251,2	251,2
Rezerwy i inne	48,4	83,4	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1
Zobowiązania krótkoterminowe	363,7	591,3	1 169,4	1 154,0	245,3	232,9	284,9
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	143,0	297,2	417,4	417,4	0,0	100,0	100,0
Zobowiązania wobec dostawców	86,6	118,9	140,4	189,0	219,5	107,1	159,2
Kontrakty budowlane	105,5	156,5	585,8	521,8	0,0	0,0	0,0
Inne	28,6	18,6	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
Dług	445,1	584,6	668,6	668,6	251,2	351,2	351,2
Dług netto	407,7	509,3	631,9	241,3	-91,4	143,8	89,3
(Dług netto / Kapitał własny)	210,7%	92,7%	194,0%	49,8%	-12,4%	18,8%	10,1%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,4	4,0	1,1	-0,3	2,5	0,6
BVPS	20,2	10,4	6,0	9,0	13,7	14,2	16,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-45,4	-216,7	-93,8	462,5	352,4	-211,7	68,4
Zysk netto	132,0	148,1	100,9	159,2	253,5	27,8	115,6
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	20,5	21,0	21,0	21,0
Kapitał obrotowy	-206,1	-446,5	-236,9	286,4	104,5	-278,3	-61,1
Pozostałe	17,9	68,4	24,8	-3,6	-26,5	17,8	-7,1
Przepływy inwestycyjne	-3,3	-96,6	27,9	-75,5	-31,0	-21,0	-21,0
CAPEX	4,9	-19,6	-5,4	-75,5	-31,0	-21,0	-21,0
Inwestycje kapitałowe	-2,7	-10,3	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-5,5	-66,7	-26,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,9	351,3	27,3	3,6	-406,2	97,5	7,1
Emisja akcji	5,8	244,8	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	78,9	126,7	5,0	0,0	-417,4	100,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-14,8	-20,2	24,8	3,6	11,3	-2,5	7,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	21,2	38,0	-38,6	390,6	-84,8	-135,2	54,5
Środki pieniężne na koniec okresu	37,4	75,3	36,7	427,3	342,6	207,3	261,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				442,7	348,8	-248,5	48,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,7%	2,5%	0,7%	8,9%	3,0%	5,0%	3,0%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	0,8	4,2	6,3	3,9	2,5	22,4	5,4
P/CE	0,8	3,9	5,3	3,5	2,3	12,8	4,6
P/BV	0,6	1,1	1,9	1,3	0,8	0,8	0,7
P/S	0,2	0,8	0,9	0,7	0,6	1,5	0,9
FCF/EV				51,1%	65,4%	-32,3%	6,8%
EV/EBITDA	2,7	5,4	8,0	4,1	1,7	13,3	4,6
EV/EBIT	2,9	5,8	8,9	4,5	1,8	20,9	5,3
EV/S	0,7	1,4	1,7	1,0	0,5	1,8	1,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	11,6						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	9,6	53,0	54,4	54,1	54,1	54,1	54,1
MC (mln PLN)	110,5	612,3	628,2	624,5	624,5	624,5	624,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	518,1	1 121,6	1 260,1	865,8	533,1	768,4	713,9

* Dane korygowane o akcje własne



28 września 2009

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

(Wznowiona)

Cena bieżąca 37,8 PLN**Cena docelowa** 45,0 PLN

Kapitalizacja 0,83 mld PLN

Free float 0,30 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 5,84 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	44,90%
Templeton Asset Management	13,95%
Nihonswi	4,51%

Pozostali 36,64%

Profil spółki

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

Ważne daty

12.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Uwolnić potencjał atrakcyjnych gruntów

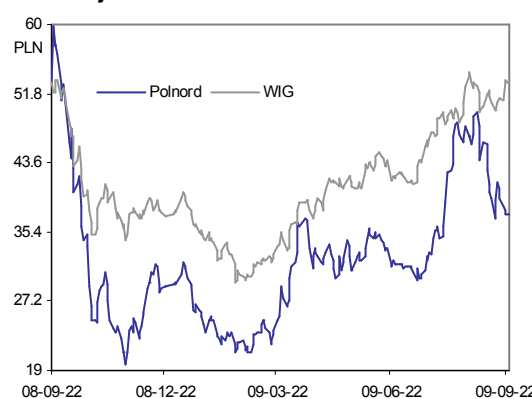
Polnord jest spółką o bardzo ciekawych aktywach, włączając w to grunty pod budownictwo mieszkaniowe w Wilanowie, czy pod galerię handlową w tej dzielnicy. Centrum handlowe w Wilanowie naszym zdaniem z powodzeniem mogłoby rywalizować o klientów zamieszkałych na południu Warszawy z Galerią Mokotów (GTC). Zgodnie z naszymi prognozami bank ziemi będący w dyspozycji Polnordu może starczyć na aż 8 lat budowania (co uwzględniamy w prognozach, spółka generuje dodatnie przepływy kapitału obrotowego aż do 2016 roku włącznie). Mimo to, problemem spółki pozostaje relatywnie duże zadłużenie, przy ograniczonej skali działalności. Mając na względzie poziom kosztów ogólnych, Polnord powinien naszym zdaniem budować rocznie co najmniej 1500 lokali. Zwracamy uwagę na zmianę priorytetów zarządu - obecnie dążeniem Polnordu stało się rozpoczęcie jak największej liczby projektów, nie zaś zakupy gruntów. Szacujemy, że obecnie wkład własny Polnordu jest niewystarczający do realizacji planów inwestycyjnych. Spółka posiada zadłużenie pod zakup gruntów w wysokości 344 mln PLN. Nawet po sprzedaży wszystkich projektów deweloperskich, dług netto w Polnordzie wyniósłby około 125 mln PLN. Obecnie do dyspozycji dewelopera jako wkład własny pozostaje 40 mln PLN. Środki te mogą wzrosnąć o 40-46 mln PLN wraz ze sprzedażą działki w Sopocie, o 20-30 mln PLN wraz ze sprzedażą powierzchni biurowej w Nowosybirsku oraz o 100-200 mln PLN wraz z realizacją emisji obligacji zamiennych na akcje.

Zmiana priorytetów zarządu: nowe projekty, nie zaś grunty

Zarząd zmienił priorytety - obecnie dla spółki najważniejsze jest rozpoczęcie możliwie dużej liczby projektów deweloperskich. Motywowane jest to niskimi kosztami budowy i wiarą zarządu w możliwość realizacji scenariusza inflacyjnego. Ze środków pozyskanych z emisji, Polnord sfinansował zakup działki w Lublinie, jednak kwota transakcji to na razie jedynie 5,3 mln PLN. Na podstawie analizy planów spółki zauważamy, że motywacją Polnordu w wyznaczaniu projektów do rozpoczęcia była maksymalizacja przepływów pieniężnych, nie wyniku finansowego. W efekcie, będą rozpoczynane projekty o stosunkowo umiarkowanej rentowności (oszczędność na podatku dochodowym). Z uwagi na planowane rozpoczęcie biurowca dla Asseco w 2010 roku i galerii handlowej w 2011 roku, spółka będzie poprawiała wyniki operacyjne przeszacowaniem wartości aktywów i w ten sposób stabilizowała wyniki finansowe.

Niepewności dotyczące wyników roku 2010

Zgodnie z naszymi prognozami, liczba mieszkań pozostałych do oddania w 2010 roku jest ograniczona, w związku z tym przychody Grupy oraz wynik netto będą niskie. Ze względu na brak możliwości prognozowania, nie uwzględniamy sprzedaży gruntów pod drogi w 2010 roku (1 mln PLN przychodów z tego tytułu to 0,81 PLN zysku, wartość księgowa gruntów pod drogi = 0 PLN). Grunty uwzględnione zostały w wycenie.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	131,5	391,1	256,8	349,4	376,7
EBITDA	33,0	108,7	43,4	33,0	117,7
marża EBITDA	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	31,2%
EBIT	31,4	106,7	41,4	31,1	115,7
Zysk netto	98,8	77,8	21,7	4,2	69,5
P/E	5,4	8,8	38,5	197,5	12,0
P/CE	5,3	8,6	35,3	134,4	11,7
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	24,9	11,7	25,5	33,4	10,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nowe projekty Polnordu

Oferta mieszkań Polnordu

Wyniki sprzedaży mieszkań w Polnordzie

Polnord prowadzi inwestycje w ramach spółek zależnych w 100% oraz joint-venture. Sprzedaż netto w spółkach zależnych w 100% wyniosła w lipcu 14 mieszkań, w porównaniu do 20 w czerwcu, 21 w maju, 22 w kwietniu i 49 w całym pierwszym kwartale. Sprzedaż mieszkań w spółkach joint-venture w lipcu wyniosła 26 lokali, w porównaniu do 25 mieszkań w czerwcu, 32 mieszkań w maju, 11 mieszkań w kwietniu i jedynie 4 lokali w Q1 2009. We wszystkich spółkach liczba wycofań była w lipcu umiarkowana i wyniosła 3 (czerwiec: 13, maj: 11, kwiecień: 9, Q1 2009: 25). Prezes Ciurzyński liczy, że na jesieni możliwe będzie osiągnięcie poziomu sprzedaży na poziomie 60-70 mieszkań miesięcznie. Wycofania związane są wprost proporcjonalnie z oddawaniem mieszkań w projektach Ostoja Wilanów, prowadzonych w spółce Fadesa Polnord, zależnej od Polnordu w 49%. Mieszkania w projektach Ostoja były przedsprzedawane w systemie 10/90, narażającym na wycofania w przypadku braku możliwości pozyskania finansowania przez klienta.

Motywacja zarządu w zakresie rozpoczęcia nowych inwestycji

Zarząd oficjalnie zmienił priorytety działalności. Obecnie najważniejsze dla Polnordu jest rozpoczęcie możliwie dużej liczby projektów deweloperskich. Spółka chce skorzystać z niskich kosztów budowy, liczy też na możliwość realizacji scenariusza inflacyjnego w przyszłości. Ponadto uważamy, że deweloper powinien sprzedawać rocznie co najmniej 1500 mieszkań, aby ponoszone przez niego koszty ogólne były uzasadnione.

Oferta Polnordu (liczba mieszkań)

Data	Stare projekty	Nowe projekty	Łącznie
Q2 2009	540		
Q3 2009	448		
Q4 2009	328		
Q1 2010	208	862	1070
Q2 2010	127	1872	1999
Q3 2010	73	1735	1808
Q4 2010	51	1405	1456

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Mieszkania wprowadzone do oferty wg. miast i dzielnic Warszawy

	2010	2011
Sopot	161	
Szczecin	223	250
Gdańsk i Gdynia	774	435
Miasteczko Wilanów	322	632
Olsztyn	256	132
Konstancin	106	
Łódź	194	194
Łącznie	2036	1643

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nowe inwestycje Polnordu

Które inwestycje rozpocznie najpierw Polnord

Aż 48% ilości gruntów, w przeliczeniu na PUM, będących w posiadaniu Polnordu i spółek zależnych znajduje się na terenie Miasteczka Wilanów. Lokalizacja ta w perspektywie około 5 lat ma naszym zdaniem atrakcyjne perspektywy (poprawa infrastruktury, stosunkowo niedaleka odległość od centrum miasta). Mimo to, konkurencja Polnordu na Wilanowie jest spora (na terenie Miasteczka Wilanów w ofercie są projekty 11 deweloperów). W efekcie, ilość mieszkań, które Polnord będzie w stanie rozpocząć na Wilanowie jest ograniczona. Wilanów nie będzie obiektem największej koncentracji działalności firmy, lecz będzie to Trójmiasto. Spowodowane jest to sporymi i zdywersyfikowanymi zasobami gruntów, jak i pozytywnym postrzeganiem potencjału rynku przez zarząd dewelopera. Ponadto, Polnord rozpocznie projekty w innych miastach polski, w celu dalszej dywersyfikacji oferty. Zakładamy, że Polnord w 2010 roku rozpocznie budowę biurowca dla Asseco Poland o powierzchni 20,4 tys. m². W

2011 roku przewidujemy sprzedaż 45% udziałów w projekcie budowy galerii handlowej w Wilanowie, a następnie rozpoczęcie tego bardzo dużego projektu (szacowana powierzchnia galerii to 60 tys. m²).

Wkład własny będący do dyspozycji Polnordu

W obecnej chwili do dyspozycji zarządu Polnordu pozostaje 40 mln PLN. Pozyskanie pozostałych środków, niezbędnych do realizacji planu inwestycyjnego, jest warunkowe. Zakładamy, że z planowanych 40-46 mln PLN ze sprzedaży działki w Sopocie, Polnord pozyska 40 mln PLN. Z planowanych 20-30 mln PLN do pozyskania ze sprzedaży powierzchni biurowej w Nowosybirsku zakładamy pozyskanie 20 mln PLN. Z planowanej emisji obligacji zamiennych na akcje w wysokości do 200 mln PLN zakładamy, że zarząd pozyska 100 mln PLN. W efekcie, łącznie zakładamy uzyskanie 200 mln PLN wkładu własnego, co pozwoli na realizację projektów o łącznej wartości 450 mln PLN. Zakładamy, że 100 mln PLN pozyskane ze środków innych niż obligacje posłużą jako wkład własny w systemie finansowania 40:60. Zarząd deklaruje, że w przypadku wkładu własnego pochodzącego z obligacji zamiennych na akcje zamierza zaproponować bankom system finansowania 50:50.

Oczekiwane budżety nowych projektów

Nazwa	Miasto	PUM	Ilość mieszkań	Data wprowadzenia	Cena sprzedaży PUM	Koszt PUM	Marża brutto na sprzedaży
Rezydencja Łokietka	Sopot	9700	161	Q1 2010	12000	11899	0,8%
Ku Słońcu E1	Szczecin	12286	223	Q1 2010	4500	4181	7,6%
Srebrzysta Podkowa (Kowale)	Gdańsk	1322	28	Q1 2010	4500	3621	24,3%
Gdańsk Myśliwska	Gdańsk	13547	219	Q1 2010	5000	3966	26,1%
Wilanów Office Park E1	Warszawa	7299	133	Q4 2009	14172	9755	45,3%
Miasteczko Wilanów B3	Warszawa	10577	140	Q1 2010	6900	4867	41,8%
Gdańsk Przywizka E2, E3	Gdańsk	24900	438	Q2 2010	4600	3580	28,5%
Osiedle Tęczowy Las E2	Olsztyn	13900	256	Q2 2010	4200	3538	18,7%
Kotwiczników	Gdańsk	4912	89	Q2 2010	6350	5842	8,7%
Miasteczko Wilanów	Warszawa	10000	182	Q2 2010	6900	4867	41,8%
Konstancin	Konstancin	16800	106	Q2 2010	7000	5867	19,3%
Biurowiec dla Asseco	Warszawa	20400	-	Q2 2010	12185	9055	34,6%
Srebrzysta Podkowa (Kowale)	Gdańsk	3999	73	Q2 2010	4500	3621	24,3%
Łódź, Kominiarska/Zgierska	Łódź	10650	194	Q3 2010	5000	4596	8,8%
Centrum Handlowe	Warszawa	60000	-	Q2 2011	17778	12921	37,6%
Miasteczko Wilanów	Warszawa	25626	466	Q2 2011	6900	5380	28,3%
Osiedle Tęczowy Las E3	Olsztyn	8600	132	Q2 2011	4200	3637	15,5%
Łódź, Kominiarska/Zgierska	Łódź	10650	194	Q2 2011	5000	4696	6,5%
Ku Słońcu E1	Szczecin	13600	250	Q2 2011	4500	4280	5,1%
Gdańsk Przywizka 1	Gdańsk	23940	435	Q2 2011	4600	3547	29,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycja na Wyspie Spichrzów jest na razie niewycenialna

Ogłoszenie wyłączności negocjacyjnej Polnordu w zakresie przyszłej inwestycji deweloperskiej na Wyspie Spichrzów w Gdańsku było przynajmniej pośrednim motywem stojącym za znacznym wzrostem kursu akcji na początku sierpnia. Uważamy, że na razie nie ma możliwości uwzględnienia tej opcji w wycenie spółki. Nie ustalone zostały jeszcze warunki inwestycji dotyczące warunków zabudowy oraz kosztu objęcia udziałów w spółce joint-venture (pierwotne ustalenia zakładają, że miasto Gdańsk wniesie grunty w zamian za zobowiązanie Polnordu do budowy infrastruktury i muzeum bursztynu). Nie jesteśmy w stanie skalkulować kosztu ekwiwalentu gruntu (w uproszczeniu można powiedzieć, że Polnord ma zapłacić za grunt drogami i muzeum). Sądzymy, że bliższe szczegóły dotyczące potencjalnego projektu będą znane dopiero w 2010 roku.

Prognozy wyników Polnordu a wycena NAV

Co się stanie, jeśli Polnord nie pozyska finansowania?

Uważamy, że warto rozważyć także scenariusz alternatywny, w którym Polnordowi nie uda się pozyskać pożądanych kapitałów na wkład własny w zaplanowanych projektach. W takim przypadku naszym zdaniem skala działalności spółki pozostanie ograniczona, zaś na wzrost wyników trzeba będzie poczekać dłużej. Nasz model DCF skonstruowaliśmy przy zastosowaniu konserwatywnych założeń. Zamieszczamy dodatkowo model wyceny NAV, zbudowany przy zastosowaniu przyjętych założeń dotyczących cen mieszkań i kosztów budowy. Zwracamy uwagę, że wycena metodą NAV generuje jedynie nieznacznie niższą wycenę.

Obligacje zamienne na akcje jako potencjalny czynnik hamujący wzrost kursu

Obligacje zamienne są dużą szansą na zwiększenie skali działalności dewelopera, niestety, w przyszłości mogą jednak hamować wzrost kursu akcji spółki. Zakładamy, że cena konwersji może być o 10-20% wyższa od ceny akcji z kilku miesięcy poprzedzających emisję. Nie ujmujemy tego czynnika bezpośrednio w wycenach, natomiast bierzemy go pod uwagę w przypadku formułowania konserwatywnych założeń w zakresie rentowności projektów i skali działalności spółki.

Wpływ niższych cen mieszkań na wyniki – symulacja

Wyniki Polnordu, scenariusz bazowy

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	131,5	391,1	256,8	349,4	376,7	669,4
EBITDA	33,0	108,7	43,4	33,0	117,7	119,9
marża EBITDA	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	31,2%	17,9%
EBIT	31,4	106,7	41,4	31,1	115,7	118,0
Zysk netto	98,8	77,8	21,7	4,2	69,5	94,4
P/E	5,4	8,8	38,5	197,5	12,0	8,9
P/CE	5,3	8,6	35,3	134,4	11,7	8,7
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	24,9	11,7	25,5	33,4	10,5	8,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Polnordu, ceny mieszkań -5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	131,5	391,1	256,8	349,4	363,9	644,8
EBITDA	33,0	108,7	43,4	33,0	104,9	95,4
marża EBITDA	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	28,8%	14,8%
EBIT	31,4	106,7	41,4	31,1	103,0	93,4
Zysk netto	98,8	77,8	21,7	4,2	59,0	73,7
P/E	5,4	8,8	38,5	197,5	14,2	11,3
P/CE	5,3	8,6	35,3	134,4	13,7	11,0
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	24,9	11,7	25,5	33,4	11,8	10,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Polnordu, ceny mieszkań -10%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	131,5	391,1	256,8	349,4	351,2	620,3
EBITDA	33,0	108,7	43,4	33,0	92,2	70,9
marża EBITDA	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	26,3%	11,4%
EBIT	31,4	106,7	41,4	31,1	90,2	68,9
Zysk netto	98,8	77,8	21,7	4,2	48,5	53,1
P/E	5,4	8,8	38,5	197,5	17,2	15,7
P/CE	5,3	8,6	35,3	134,4	16,5	15,2
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	24,9	11,7	25,5	33,4	13,6	14,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Polnordu, ceny mieszkań +5%

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	131,5	391,1	256,8	349,4	389,4	694,1
EBITDA	33,0	108,7	43,4	33,0	130,4	144,6
marża EBITDA	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	33,5%	20,8%
EBIT	31,4	106,7	41,4	31,1	128,4	142,6
Zysk netto	98,8	77,8	21,7	4,2	80,0	115,1
P/E	5,4	8,8	38,5	197,5	10,4	7,3
P/CE	5,3	8,6	35,3	134,4	10,2	7,1
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	24,9	11,7	25,5	33,4	9,4	6,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Polnord szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 45,0 PLN.

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań od 0 do 15% niższe od obecnych, uwzględniając rabaty.
- Wzrost kosztów budowy z obecnych poziomów o 3% rocznie, od 2011 roku.
- Wzrost cen mieszkań od założonych poziomów o 3% rocznie, od 2012 roku.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Do 2017 roku spółka inwestuje w oparciu o własne grunty.
- W 2011 roku, ze względu na wysoką kapitałowość projektu oraz dużą skalę inwestycji i związane z tym ryzyko, Polnord sprzedaje 45% udziału w projekcie budowy galerii handlowej w Wilanowie za kwotę w wysokości wartości księgowej powiększonej o wartość przeszacowanie dokonane w 2011 roku

Założenia modelu DCF

	2009P	2010P	2011P	2012P
Liczba mieszkań przekazanych	428	758	668	1273
Średnia cena przekazanego mieszkania	525	461	434	373
Średnia cena 1m2 przekazanego mieszkania	7381	6456	6963	5986
Liczba mieszkań sprzedanych netto	175	1149	1197	2127

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	256,8	349,4	376,7	669,4	702,0	733,6	765,9	798,0	828,4	857,4	
zmiana	-34,3%	36,1%	7,8%	77,7%	4,9%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%	
EBITDA	43,4	33,0	117,7	119,9	111,4	116,5	123,4	130,3	135,5	140,5	
marża EBITDA	16,9%	9,5%	31,2%	17,9%	15,9%	15,9%	16,1%	16,3%	16,4%	16,4%	
Amortyzacja	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
EBIT	41,4	31,1	115,7	118,0	109,5	114,5	121,4	128,3	133,5	138,5	
marża EBIT	16,1%	8,9%	30,7%	17,6%	15,6%	15,6%	15,8%	16,1%	16,1%	16,2%	
Opodatkowanie EBIT	7,9	5,9	22,0	22,4	20,8	21,8	23,1	24,4	25,4	26,3	
NOPLAT	33,5	25,2	93,7	95,5	88,7	92,8	98,3	103,9	108,2	112,2	
CAPEX	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
Kapitał obrotowy	216,7	20,2	-161,3	148,9	86,7	75,2	75,9	76,0	-47,3	-20,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	250,3	45,4	-67,6	244,5	175,4	168,0	174,2	179,9	60,9	92,0	94,7
WACC	10,1%	10,1%	9,6%	10,7%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
współczynnik dyskonta	97,6%	88,7%	80,9%	73,1%	65,8%	59,1%	53,2%	47,8%	43,0%	38,9%	
PV FCF	244,3	40,2	-54,7	178,8	115,3	99,3	92,7	86,0	26,2	35,8	

WACC	10,1%	10,1%	9,6%	10,7%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	21%	21%	31%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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)	1 246,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	484,9
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	864,0
Wartość firmy (EV)	1 348,9
Dług netto	586,4
Wycena gruntów pod drogi	156,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	918,6
Liczba akcji (mln.)	22,1
Wartość firmy na akcję (PLN)	41,5
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%
Cena docelowa	45,0

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	42,3	43,7	45,3	47,1	49,2
WACC -0,5pp	42,1	43,5	45,1	47,0	49,1
WACC	42,0	43,4	45,0	46,8	48,9
WACC +0,5pp	41,9	43,3	44,9	46,7	48,7
WACC +1,0pp	41,7	43,1	44,7	46,5	48,6

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	21,2
P/E('09) dla ceny docelowej	11,8
Udział TV w EV	36%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	59,5	131,5	391,1	256,8	349,4	376,7	669,4
<i>zmiana</i>	-83,7%	121,2%	197,4%	-34,3%	36,1%	7,8%	77,7%
Koszt własny sprzedaży	45,4	93,2	223,7	199,1	295,0	309,3	538,0
Zysk brutto na sprzedaży	14,0	38,3	167,3	57,7	54,4	67,4	131,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	23,6%	29,1%	42,8%	22,5%	15,6%	17,9%	19,6%
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-7,7	-5,0	-4,0	-4,1	-4,2
Koszty ogólnego zarządu	-4,4	-36,0	-52,1	-48,6	-38,0	-39,1	-40,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,3	29,5	-0,9	37,3	18,7	91,6	31,1
EBIT	3,3	31,4	106,7	41,4	31,1	115,7	118,0
<i>zmiana</i>	-103,9%	839,8%	239,8%	-61,2%	-25,0%	272,5%	2,0%
<i>marża EBIT</i>	5,6%	23,9%	27,3%	16,1%	8,9%	30,7%	17,6%
Wynik na działalności finansowej	-8,9	2,3	-6,5	-14,6	-25,8	-29,9	-1,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-5,6	33,6	100,2	26,8	5,2	85,8	116,5
Podatek dochodowy	12,8	-5,6	-20,9	-5,1	-1,0	-16,3	-22,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-43,4	70,8	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	7,2	98,8	77,8	21,7	4,2	69,5	94,4
<i>zmiana</i>	-	-372,0%	-21,2%	-72,1%	-80,5%	1542,6%	35,7%
<i>marża</i>	12,2%	75,1%	19,9%	8,4%	1,2%	18,5%	14,1%
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EBITDA	5,8	33,0	108,7	43,4	33,0	117,7	119,9
<i>zmiana</i>	-107,1%	468,9%	229,0%	-60,1%	-23,9%	256,1%	1,9%
<i>marża EBITDA</i>	9,8%	25,1%	27,8%	16,9%	9,5%	31,2%	17,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	22,1
EPS	1,0	7,0	4,3	1,0	0,2	3,1	4,3
CEPS	1,4	7,1	4,4	1,1	0,3	3,2	4,4
ROAE	37,2%	22,1%	8,9%	2,2%	0,4%	6,5%	8,2%
ROAA	1,9%	11,0%	5,1%	1,2%	0,2%	3,6%	4,8%

* Prognoza nie uwzględnia potencjalnej sprzedaży gruntów pod drogi na Wilanowie

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	1 871,9	1 905,0	1 979,0	1 966,2
Majątek trwały	201,0	223,4	298,3	295,3	316,1	355,4	336,2
WNiP	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Wartość firmy	117,8	146,4	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Rzeczowe aktywa trwałe	34,9	16,4	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Inwestycje długoterminowe	12,4	31,7	115,5	112,5	131,7	171,0	151,8
Pozostałe	35,9	28,7	24,8	24,8	26,3	26,3	26,3
Majątek obrotowy	339,7	1 029,5	1 509,5	1 576,6	1 588,9	1 623,6	1 630,0
Zapasy	147,4	884,8	1 343,7	997,7	1 039,5	1 202,7	928,3
Należności	137,5	85,4	69,4	166,7	33,5	36,1	64,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9	1,7	12,9	12,9	12,9	12,9	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54,0	32,7	31,2	347,0	450,7	319,6	585,2
Inne	0,0	25,0	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	1 871,9	1 905,0	1 979,0	1 966,2
Kapitał własny	86,2	807,6	937,5	1 033,6	1 037,8	1 107,3	1 201,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	78,1	208,5	509,9	509,9	509,9	509,9	509,9
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	55,7	176,9	486,7	486,7	486,7	486,7	486,7
Rezerwy	22,4	31,7	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2
Zobowiązania krótkoterminowe	376,4	236,8	360,5	328,5	357,3	361,8	254,7
Pożyczki i kredyty, obligacje	165,4	144,0	130,9	130,9	230,9	230,9	230,9
Zobowiązania wobec dostawców	164,1	76,9	196,1	164,1	92,9	97,5	0,0
Inne	46,9	15,9	33,5	33,5	33,5	33,5	23,8
Dług	221,1	320,9	617,6	617,6	717,6	717,6	717,6
Dług netto	167,1	288,2	586,4	270,6	266,9	397,9	132,3
(Dług netto / Kapitał własny)	194,0%	35,7%	62,6%	26,2%	25,7%	35,9%	11,0%
(Dług netto / EBITDA)	28,8	8,7	5,4	6,2	8,1	3,4	1,1
BVPS	12,3	57,2	51,8	46,7	46,9	50,1	54,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-87,4	-182,8	-252,5	218,0	31,5	-99,2	269,1
Zysk netto	-36,3	98,8	77,8	21,7	4,2	69,5	94,4
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kapitał obrotowy	-17,4	-174,1	-323,4	216,7	20,2	-161,3	148,9
Pozostałe	-36,1	-109,1	-8,9	-22,4	5,1	-9,4	23,8
Przepływy inwestycyjne	9,3	-19,4	-35,2	38,0	-2,0	-2,0	-2,0
CAPEX	2,3	-2,5	-3,3	38,0	-2,0	-2,0	-2,0
Inwestycje kapitałowe	7,4	-12,4	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-4,5	-35,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	114,3	180,9	286,2	59,8	74,2	-29,9	-1,5
Emisja akcji	48,4	0,0	0,0	74,4	0,0	0,0	0,0
Dług	68,6	190,5	294,9	0,0	100,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,7	-9,6	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	36,2	-21,3	-1,6	315,8	103,7	-131,1	265,6
Środki pieniężne na koniec okresu	54,0	32,7	31,2	347,0	450,7	319,6	585,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				250,3	45,4	-67,6	244,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,9%	1,9%	0,8%	-14,8%	0,6%	0,5%	0,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	36,5	5,4	8,8	38,5	197,5	12,0	8,9
P/CE	27,3	5,3	8,6	35,3	134,4	11,7	8,7
P/BV	3,1	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
P/S	4,5	4,1	1,8	3,3	2,4	2,2	1,2
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	22,6%	4,1%	-5,5%	25,3%
EV/EBITDA	74,4	24,9	11,7	25,5	33,4	10,5	8,1
EV/EBIT	129,3	26,2	11,9	26,7	35,5	10,7	8,2
EV/S	7,3	6,3	3,3	4,3	3,2	3,3	1,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	37,8						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	22,1
MC (mln PLN)	264,9	533,8	684,7	835,8	835,8	835,8	835,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	432,0	822,0	1 271,1	1 106,4	1 102,7	1 233,8	968,1

Wycena metodą NAV

W celach informacyjnych zamieściliśmy wycenę akcji spółki metodą NAV.

Wycena metodą wartości aktywów netto

Założenia modelu: wycena gruntów

- Cena uzasadniająca projekt deweloperski o 0-15% niższa od obecnych cen.
- 20% narzutu dewelopera ponad poziom kosztów.
- Spadek kosztu budowy 1 m² o 20% r/r (zależnie od standardu i lokalizacji).
- Koszt finansowania projektu = 9% (średnia ważona kosztu kapitału i długu).

Założenia modelu: wycena projektów w toku

- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).

Wycena akcji Polnordu

Metoda wyceny	Wycena	Liczba akcji	Cena 1 akcji	Waga metody	Ważona cena 1 akcji
Metoda wartości aktywów netto	902,8	20,9	43,2	100,0%	43,2
Cena docelowa na 1 akcję					43,2

Wycena akcji Polnordu: metoda wartości aktywów netto

	Wycena
Zapasy: grunty	911,0
Zapasy: projekty w budowie	411,3
Środki trwałe	18,2
Nieruchomości inwestycyjne	109,0
Aktywa finansowe	51,7
Środki pieniężne	52,1
Inne krótkoterminowe aktywa finansowe	42,6
Pozostałe	7,3
Suma aktywów	1603,3
 Wpływy z emisji akcji	 40,9
 Dług	 694,3
 Pozostałe zobowiązania	 47,1
 Wartość firmy	 902,8



Model DCF: wycena projektów w toku

(mln PLN)	2009 Q3-Q4P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	153,2	349,4	39,2	0,0
<i>zmiana</i>	<i>-34,3%</i>	<i>36,1%</i>	<i>-88,8%</i>	<i>-100,0%</i>
EBITDA	4,9	33,0	-1,3	2,0
<i>marża EBITDA</i>	<i>3,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-</i>
Amortyzacja	1,5	2,0	2,0	2,0
EBIT	3,5	31,1	-3,3	0,0
<i>marża EBIT</i>	<i>2,3%</i>	<i>8,9%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>-</i>
Opodatkowanie EBIT	0,7	5,9	-0,6	0,0
NOPLAT	2,8	25,2	-2,7	0,0
CAPEX	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0
Kapitał obrotowy	75,1	187,6	178,0	0,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	77,9	212,8	175,3	0,0
<i>WACC</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>11,2%</i>
<i>współczynnik dyskonta</i>	<i>98,1%</i>	<i>90,0%</i>	<i>81,8%</i>	<i>73,6%</i>
PV FCF	76,4	191,4	143,5	0,0
WACC	8,0%	9,0%	9,9%	11,2%
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	62%	41%	25%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Wartość projektów w toku	411,3			



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport został przekazany do Polnordu przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez Polnord dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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



Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Dom Development

Rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Zawieszona
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-15	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	23,00	32,45	38,99	42,70
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	32362,67	36009,43

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące J.W.Construction

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Zawieszona
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	5,95	11,46	11,52	11,85	12,00
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67	36009,43

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polnord

Rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Zawieszona
data wydania	2009-03-25	2009-05-06	2009-06-04	2009-06-15	2009-07-03	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	25,40	32,85	34,75	35,00	31,15	45,00
WIG w dniu rekomendacji	24443,51	29777,06	31030,61	32362,67	30252,24	36009,43