

2 czerwca 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca 37,7 PLN**Cena docelowa** 51,6 PLN

Kapitalizacja 0,83 mld PLN

Free float 0,34 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 3,87 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	33,69%
Osiedle Wilanowska	11,65%
Templeton Asset Management	13,93%
Pozostali	40,73%

Strategia dotycząca sektora

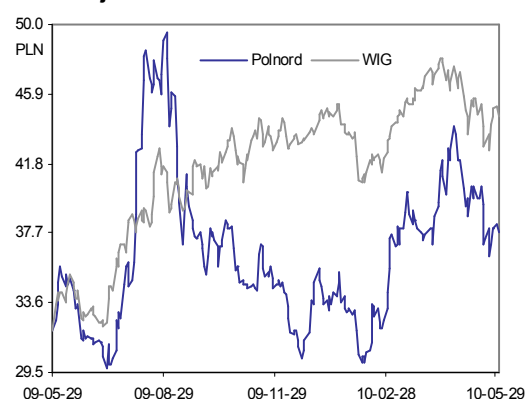
Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Uważamy, że sektor jest bezpieczniejszy niż branża budowlana i posiada większy potencjał wzrostowy niż najwięksi deweloperzy komercyjni. Sektor deweloperów komercyjnych oceniamy stosunkowo neutralnie, przyznając, że ma on obecnie cechy defensywne.

Profil spółki

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

Ważne daty

31.08 - raport PSr 2010
15.11 - raport Q3 2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Spółka z potencjałem

W porównaniu do konkurentów, Polnord posiada większy bank ziemi i spore zadłużenie, co oznacza, że spółka nie jest w stanie tak szybko jak wybrani konkurenci wykorzystać swojego potencjału. Mimo to, Polnord jest tani w relacji do wartości posiadanego majątku, posiada ciekawe aktywa i konsekwentnie realizuje program inwestycyjny. Podpisanie umowy z GTC jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Z czynników, które mogłyby w najbliższym czasie zaskakiwać pozytywnie, dostrzegamy możliwość pozyskania części odszkodowań za grunty przeznaczone pod drogi oraz szansę na wzrost wyników sprzedaży mieszkań. Na wzrost wyników sprzedaży pozwolić powinno powiększenie się oferty dewelopera. Uzyskanie odszkodowań za grunty pod drogi niemal proporcjonalnie przekładać się będzie na wynik netto dewelopera, będzie też istotnie pomniejszać zadłużenie i wskaźnik EV/EBITDA. Uważamy, że inwestorzy nie powinni przywiązywać się do ceny konwersji obligacji zamiennych (40 PLN). W momencie emisji obligacji, płynność spółki i potencjał do generowania wyników prezentowały się mniej atrakcyjnie (spółce brakowało środków na rozpoczęcie wybranych inwestycji). Wyniki Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań. Główną przyczyną są wyższe koszty ogólne, co uwzględniamy w naszych zaktualizowanych prognozach. Uważamy, że spółka prezentuje się atrakcyjniej, niż Dom Development, czy J.W. Construction. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 51,6 PLN/akcję (poprzednio: 52,6 PLN/akcję).

Umowa inwestycyjna z GTC

Polnord podpisał szereg umów inwestycyjnych z GTC w kwestii budowy centrum handlowego na Wilanowie. Wiadomość ta jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy opinię, że projekt budowy obiektu handlowego na Wilanowie jest najlepszą i potencjalnie najbardziej rentowną inwestycją Polnordu. Na rozpoczęcie budowy i pierwsze dodatnie przeszacowania nieruchomości liczymy w 2011 roku.

Możliwa sprzedaż gruntów pod drogi

Polnord posiada 223 tys. m² gruntów na Wilanowie, które przeznaczone będą pod budowę dróg. Część z tych gruntów przekazana została już Warszawie. Spółka obecnie oczekuje na odszkodowanie od Miasta i spodziewa się z tego tytułu w 2010 roku pozyskać 70 mln PLN. Możliwość uzyskania odszkodowania wydaje nam się realna, dlatego uwzględniamy ją w wycenie DCF. Z drugiej strony jednak, nie wiemy jak płatność odszkodowań rozłoży się na poszczególne lata. Z punktu widzenia wyników finansowych, płatność odszkodowania można traktować jako zdarzenie jednorazowe. Nie uwzględniamy transakcji w prognozach wyników finansowych spółki. Zwracamy jednocześnie uwagę, że ewentualna wypłata odszkodowań istotnie poprawiłaby płynność dewelopera.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	391,1	221,3	414,2	311,0	419,1
EBITDA	108,7	106,9	60,4	100,1	142,1
marża EBITDA	27,8%	48,3%	14,6%	32,2%	33,9%
EBIT	106,7	104,9	58,5	98,2	140,2
Zysk netto	77,8	63,6	34,3	67,9	108,2
P/E	8,8	13,1	24,3	12,3	8,8
P/CE	8,6	12,7	23,1	11,9	8,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	11,7	14,1	20,9	14,8	8,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q1 2010

Wyniki Polnordu za Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym. Spółka wygenerowała niższą marżę na działalności w segmencie mieszkaniowym i świadczonych usługach oraz wyższe koszty ogólne. Nie obawiamy się jednak o niższe marże brutto ze sprzedaży, gdyż uważamy, że jest to efekt wyprzedaży starych projektów, budowanych po wysokim koszcie. Wyższe niż oczekiwane koszty ogólne są podstawą do rewizji prognoz w tym zakresie. W stosunku do naszych prognoz zwracamy uwagę, że Polnord nie zaprezentował zbycia biurowca Asseco w pozycji przychodów i kosztów własnych sprzedaży, jak prognozowaliśmy, lecz w osobnej pozycji poniżej zysku brutto ze sprzedaży „zysk ze sprzedaży aktywów”. Do tej pory spółka prezentowała wynik na zbyciu wybranych aktywów (np. gruntu pod szkołę) w pozycji przychodów.

Wyniki Q1 2010 Polnordu vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Q1 2010P korygowane	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	42,5	115,8	38,0	11,8%	22,5	89,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,1	34,5	8,3	-14,4%	7,0	2,2%
Marża %	16,8%	29,8%	21,9%	-	31,1%	-
Zysk na wycenie nieruchomości	0,0	2,0	2,0	-99,3%	21,9	-99,9%
Zysk na sprzedaży nieruchomości	25,9	0,0	26,2	-1,3%	0,0	-
EBIT	17,8	23,8	23,8	-25,2%	16,6	7,0%
Marża %	41,9%	20,5%	62,5%	-	74,0%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	19,7	24,7	24,7	-20,2%	12,1	63,3%
Marża %	46,3%	21,3%	64,9%	-	53,6%	-
Zysk netto	15,3	20,0	20,0	-23,7%	11,9	28,1%
Marża %	35,9%	17,3%	52,6%	-	53,0%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Poniższy komentarz opisuje prognozę wyników skorygowaną o prezentację wyniku zbycia nieruchomości Asseco. Po korekcie, przychody są nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań, marża brutto jest zaś niższa, niż zakładaliśmy. Niższa marża to wynik różnic w rentowności sprzedaży wybranych przekazywanych mieszkań. Zjawisko to nie rodzi naszym zdaniem istotnych ryzyk dla naszych prognoz. Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 14,7 mln PLN (prognoza: 12,5 mln PLN). Wyższe koszty ogólne wpływają na rewizję prognoz dotyczących kosztów ogólnych w 2010 roku i w latach kolejnych.

Wynik na zbyciu nieruchomości Asseco wyniósł 25,7 mln PLN (prognoza: 26,2 mln PLN), pozostałe koszty operacyjne 0,5 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN), w zasadzie nie wystąpiły też wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Oczekiwaliśmy, że Q1 2010 przyniesie dodatnie wyceny nieruchomości w wysokości 2 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 1,9 mln PLN (prognoza: 0,9 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,4%. Ostatecznie, wynik netto wyniósł 15,3 mln PLN, czyli jest o 4,7 mln PLN niższy od naszych oczekiwań.

Wycena akcji Polnordu

Akcje Polnordu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 51,6 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 37,7% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Polnordu.

Wycena akcji Polnordu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	46,7	90%
Wycena metodą porównawczą	58,4	10%
Średnia	47,9	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	51,6	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji Polnordu metodą porównawczą

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

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

Wycena porównawcza akcji Polnordu

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Dom Development	1,65	1,53	1,40	47,5	15,2	10,3	34,0	12,0	7,2
J.W. Construction	1,59	1,34	1,15	6,1	8,8	7,8	6,6	10,3	7,2
Mediana	1,62	1,44	1,28	26,8	12,0	9,0	20,3	11,2	7,2
Polnord	0,72	0,68	0,65	24,3	12,3	8,8	20,9	14,8	8,4
Premia (dyskonto)	-55,7%	-52,8%	-49,1%	-9,2%	2,5%	-3,2%	3,1%	32,5%	17,8%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%
Wycena	12,8	12,0	11,1	0,0	3,7	7,8	0,0	5,1	6,1

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu.
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych.
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Sprzedaż zakończonych projektów komercyjnych w roku zakończenia budowy.
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek.
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Konserwatywne założenia dotyczące potencjalnej inwestycji prowadzonej z GTC (budowa centrum handlowego na Wilanowie): czynsze o 20% niższe niż w Galerii Mokotów, koszt budowy = 2200 EUR/m², GTC i Polnord po połowie dzielą się marżą.
- W wycenie uwzględniamy grunty inwestycyjne Polnordu w Sopocie i w Dopiewcu, w kwocie przed przeszacowaniem.
- W prognozach nie uwzględniamy wyniku na sprzedaży gruntów pod drogi. Grunty te zaksięgowane są po 0 PLN. Wynik na ich sprzedaży byłby czystym, pomniejszonym o podatek, zyskiem. Grunty pod drogi uwzględniamy jako dodatkowy czynnik zwiększający wycenę.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	414,2	311,0	419,1	735,0	768,1	801,9	835,5	867,3	897,7	929,1	
zmiana	87,2%	-24,9%	34,8%	75,4%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%	3,5%	
EBITDA	60,4	100,1	142,1	107,1	111,8	116,6	121,4	126,0	130,3	134,8	
marża EBITDA	14,6%	32,2%	33,9%	14,6%	14,6%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
Amortyzacja	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
EBIT	58,5	98,2	140,2	105,2	109,9	114,7	119,6	124,1	128,4	132,9	
marża EBIT	14,1%	31,6%	33,5%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
Opodatkowanie EBIT	11,1	18,7	26,6	20,0	20,9	21,8	22,7	23,6	24,4	25,3	
NOPLAT	47,4	79,5	113,6	85,2	89,0	92,9	96,8	100,5	104,0	107,7	
CAPEX	-9,4	-98,2	-98,8	504,4	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
Kapitał obrotowy	239,6	-72,2	363,2	-21,3	106,2	67,7	-24,1	-22,9	-22,6	-22,0	
Pozostałe	-21,2	-102,8	-97,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	258,2	-191,8	282,0	570,2	195,3	160,6	72,7	77,6	81,4	85,7	88,3
WACC	9,2%	8,4%	9,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,0%	87,6%	79,7%	72,0%	64,9%	58,6%	52,9%	47,7%	43,1%	39,0%	
PV FCF	245,3	-168,0	224,9	410,4	126,8	94,1	38,5	37,1	35,1	33,4	
WACC	9,2%	8,4%	9,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,4%	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	34%	51%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	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)	1 161,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	452,5
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 077,4
Wartość firmy (EV)	1 529,9
Dług netto	670,3
Wycena gruntów pod drogi i gruntów inwestycyjnych **	216,3
Zdyskontowane wpływy z konwersji	97,4
Wartość firmy	1 173,2
Liczba akcji (mln) *	25,1
Wartość firmy na akcję (PLN)	46,7
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%
Cena docelowa	50,4

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	48,2	49,3	50,6	52,1	53,9
WACC -0,5pp	48,0	49,2	50,5	52,0	53,7
WACC	47,9	49,1	50,4	51,9	53,6
WACC +0,5pp	47,8	49,0	50,3	51,8	53,5
WACC +1,0pp	47,7	48,9	50,2	51,6	53,3

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	11,0
P/E('09) dla ceny docelowej	18,4
Udział TV w EV	30%

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

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	59,5	131,5	391,1	221,3	414,2	311,0	419,1
<i>zmiana</i>	-83,7%	121,2%	197,4%	-43,4%	87,2%	-24,9%	34,8%
Koszt własny sprzedaży	45,4	93,2	223,7	178,0	321,9	259,8	319,0
Zysk brutto na sprzedaży	14,0	38,3	167,3	43,3	92,3	51,2	100,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	23,6%	29,1%	42,8%	19,6%	22,3%	16,5%	23,9%
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-7,7	-3,6	-9,0	-9,2	-9,5
Koszty ogólnego zarządu	-4,4	-36,0	-52,1	-52,9	-45,0	-45,9	-47,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,3	29,5	-0,9	118,1	20,2	102,1	96,9
EBIT	3,3	31,4	106,7	104,9	58,5	98,2	140,2
<i>zmiana</i>	-103,9%	839,8%	239,8%	-1,7%	-44,2%	67,8%	42,8%
<i>marża EBIT</i>	5,6%	23,9%	27,3%	47,4%	14,1%	31,6%	33,5%
Wynik na działalności finansowej	-8,9	2,3	-6,5	-18,9	-16,2	-14,4	-6,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-5,6	33,6	100,2	86,0	42,3	83,8	133,6
Podatek dochodowy	12,8	-5,6	-20,9	-21,3	-8,0	-15,9	-25,4
Zysk (strata) z działalności zaniechanej	-43,4	70,8	-1,4	-1,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-36,3	98,8	77,8	63,6	34,3	67,9	108,2
<i>zmiana</i>	-	-372,0%	-21,2%	-18,2%	-46,2%	98,3%	59,4%
<i>marża</i>	12,2%	75,1%	19,9%	28,8%	8,3%	21,8%	25,8%
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
EBITDA	5,8	33,0	108,7	106,9	60,4	100,1	142,1
<i>zmiana</i>	-107,1%	468,9%	229,0%	-1,6%	-43,5%	65,7%	42,0%
<i>marża EBITDA</i>	9,8%	25,1%	27,8%	48,3%	14,6%	32,2%	33,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1
EPS	1,0	7,0	4,3	2,9	1,5	3,1	4,3
CEPS	1,4	7,1	4,4	3,0	1,6	3,2	4,4
ROAE	37,2%	22,1%	8,9%	6,2%	3,0%	5,7%	8,1%
ROAA	1,9%	11,0%	5,1%	3,3%	1,8%	3,3%	4,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	2 022,5	1 871,9	2 189,5	2 305,1
Majątek trwały	201,0	223,4	298,3	478,0	510,8	724,2	933,7
WNIPI	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Wartość firmy	117,8	146,4	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Rzeczowe aktywa trwałe	34,9	16,4	17,7	16,8	16,8	16,8	16,8
Inwestycje długoterminowe	12,4	31,7	115,5	293,4	322,1	521,3	716,1
Pozostałe	35,9	28,7	24,8	27,6	31,6	45,8	60,6
Majątek obrotowy	339,7	1 029,5	1 509,5	1 544,5	1 361,1	1 465,4	1 371,4
Zapasy	147,4	884,8	1 343,7	1 300,6	1 104,9	1 156,7	789,2
Należności	137,5	85,4	69,4	63,3	39,7	29,8	45,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9	1,7	12,9	15,4	15,4	15,4	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54,0	32,7	31,2	59,1	95,1	157,5	430,3
Inne	0,0	25,0	52,3	106,0	106,0	106,0	106,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	540,7	1 252,9	1 807,8	2 022,5	1 871,9	2 189,5	2 305,1
Kapitał własny	86,2	807,6	937,5	1 126,7	1 160,9	1 228,9	1 457,6
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	78,1	208,5	509,9	449,1	569,6	849,6	729,1
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	55,7	176,9	486,7	403,9	524,4	804,4	683,9
Rezerwy	22,4	31,7	23,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Zobowiązania krótkoterminowe	376,4	236,8	360,5	446,7	141,4	111,1	118,5
Pożyczki i kredyty, obligacje	165,4	144,0	130,9	325,6	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	164,1	76,9	196,1	81,2	101,4	71,2	83,0
Inne	46,9	15,9	33,5	40,0	40,0	40,0	35,5
Dług	221,1	320,9	617,6	729,5	524,4	804,4	683,9
Dług netto	167,1	288,2	586,4	670,3	429,3	646,9	253,6
(Dług netto / Kapitał własny)	194,0%	35,7%	62,6%	59,5%	37,0%	52,6%	17,4%
(Dług netto / EBITDA)	28,8	8,7	5,4	6,3	7,1	6,5	1,8
BVPS	12,3	57,2	51,8	51,0	52,5	55,6	58,0



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-87,4	-182,8	-252,5	-86,4	266,7	-105,0	378,2
Zysk netto	-36,3	98,8	77,8	63,6	34,3	67,9	108,2
Amortyzacja	2,5	1,6	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Kapitał obrotowy	-17,4	-174,1	-323,4	-66,2	239,6	-72,2	363,2
Pozostałe	-36,1	-109,1	-8,9	-85,9	-9,0	-102,7	-95,1
Przepływy inwestycyjne	9,3	-19,4	-35,2	-37,6	-9,4	-98,2	-98,8
CAPEX	2,3	-2,5	-3,3	-0,3	-9,4	-98,2	-98,8
Inwestycje kapitałowe	7,4	-12,4	3,2	-8,8	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-4,5	-35,2	-28,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	114,3	180,9	286,2	152,0	-221,3	265,6	-6,6
Emisja akcji	48,4	0,0	0,0	77,7	0,0	0,0	120,5
Dług	68,6	190,5	294,9	-46,5	-205,1	280,0	-120,5
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,7	-9,6	15,0	155,8	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	36,2	-21,3	-1,6	28,0	36,0	62,4	272,8
Środki pieniężne na koniec okresu	54,0	32,7	31,2	59,1	95,1	157,5	430,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				0,0	258,2	-191,8	282,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,9%	1,9%	0,8%	0,2%	2,3%	31,6%	23,6%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	36,4	5,4	8,8	13,1	24,3	12,3	8,8
P/CE	27,2	5,3	8,6	12,7	23,1	11,9	8,6
P/BV	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	4,4	4,0	1,7	3,8	2,0	2,7	2,3
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,4%	-13,0%	23,5%
EV/EBITDA	74,3	24,8	11,7	14,1	20,9	14,8	8,4
EV/EBITDA korygowany *	45,5	19,8	10,1	12,5	18,1	13,1	7,3
EV/EBIT	129,1	26,1	11,9	14,3	21,6	15,1	8,6
EV/S	7,3	6,2	3,2	6,8	3,0	4,8	2,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	37,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	14,1	18,1	22,1	22,1	22,1	25,1
MC (mln PLN)	264,2	532,4	682,9	833,6	833,6	833,6	947,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	431,3	820,6	1 269,3	1 504,0	1 262,9	1 480,5	1 200,8

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



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

Analicycy:

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

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polnord

rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-09-04	2009-09-28	2009-12-15	2010-04-13
kurs z dnia rekomendacji	45,00	37,43	31,77	39,29
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38214,58	39769,97	43554,22