

**Deweloperzy**

Polska

**P/E 2011** 10,3**P/E 2012** 6,5**WIG Deweloperzy** 1510

	9MTP	Rekomendacja
Dom Development	36,4	Kupuj
J.W. Construction	7,6	Trzymaj
Polnord	20,4	Kupuj
Robyg	1,84	Kupuj

	Cena*	9MTP	Potencjał zmiany
Dom Development	29,4	36,4	24%
J.W. Construction	7,3	7,6	5%
Polnord	14,4	20,4	41%
Robyg	1,15	1,84	60%

\* ceny zamknięcia z 02.11.2011

# Rynek deweloperski mieszkań

## Spowolnienie w sektorze jest zdyskontowane

Od czasu ostatniego raportu sektorowego ze stycznia, indeks WIG-DEWEL spadł o 44%, co wynika w dużej mierze z obaw o kondycję globalnej gospodarki. Obawy te w pewnym stopniu przełożyły się na sprzedaż mieszkań w Q3, która na największych rynkach była niższa o 10% q/q (+2% r/r). Deweloperzy giełdowi zachowują się jednak mocno na tle rynku. Długoterminowe perspektywy branży są dobre, co wynika z niedoboru mieszkań w Polsce, złej jakości istniejących lokali oraz niskiego zadłużenia gospodarstw domowych kredytami hipotecznymi. Korzyści skali występujące w działalności deweloperskiej oraz wprowadzane własnie zmiany legislacyjne, regulujące zasady ochrony nabywcy mieszkania, będą z kolei sprzyjać konsolidacji rynku. W naszych prognozach bierzemy pod uwagę spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego i konsumpcji oraz negatywny wpływ Rekomendacji S na ocenę zdolności kredytowej nabywców mieszkań. Spadek sprzedaży mieszkań z powyższych przyczyn szacujemy na 10% w 2012 r. Obecne wyceny deweloperów oprócz spadku liczby sprzedanych mieszkań, dyskontują stagnację sprzedaży przy niskich marżach w przyszłości. Taki scenariusz wydaje się nam mało prawdopodobny. Największy potencjał wzrostu kursu dostrzegamy w Robygu i Polnordzie, gdzie wskaźnik P/E na lata 2012-2013 zawiera się w przedziale 4,0-5,6. Na kolejnym miejscu stawiamy Dom Development, który zaprezentuje najlepsze wyniki finansowe 2011 r.

### Segment komercyjny podniesie zyski

Przy spowolnieniu w segmencie mieszkaniowym przewagę nad konkurencją zdobędą według nas spółki oferujące dodatkowo powierzchnię biurową lub handlową. Popyt na nową powierzchnię komercyjną wciąż rośnie, a rentowność projektów uruchamianych w tym segmencie rynku jest wysoka. Pod względem atrakcyjności posiadanych projektów komercyjnych pozytywnie wyróżnia się Polnord, który realizuje inwestycje komercyjne w warszawskim Wilanowie.

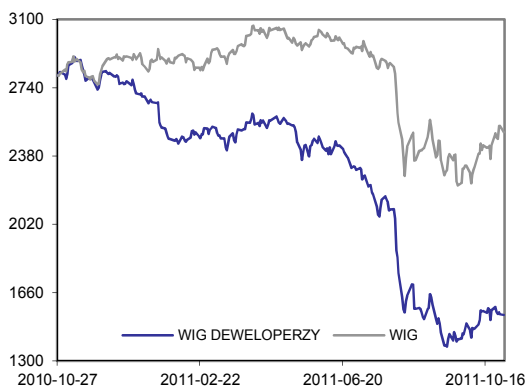
### Założenia są konserwatywne

Nasze prognozy zakładają spadek marż deweloperskich do poziomu 20% w przeciągu najbliższych kilku lat. J.W. Construction i Dom Development w trudnych dla deweloperów latach 2009-2010 utrzymywały średnią marżę powyżej 25%, a w H1 2011 osiągnęły około 30%.

### Co będzie się działo ze sprzedażą?

Uważamy, że niekorzystne tendencje na rynku mieszkaniowym mocniej uderzą w rynek wtórny niż w rynek pierwotny. Oferta deweloperów jest coraz bardziej atrakcyjna i dobrze dopasowana do potrzeb i możliwości finansowych klienta. Pod tym kątem dobrze oceniamy Robyga, który w pierwszych dwóch kwartałach osiągnął najlepszą efektywność sprzedaży wśród analizowanych firm. Widzimy też szansę, że przy rosnących obawach o kondycję firm deweloperskich, spółki giełdowe mogą zyskać kosztem mniej znanych, mniejszych deweloperów. Dodając do tego większą zdolność do finansowania nowych projektów, możliwy jest wzrost sprzedaży największych spółek giełdowych kosztem mniejszych firm.

### Kurs akcji WIG Deweloperzy na tle WIG



### Piotr Zybala

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Spółka	P/E			P/BV		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	10,0	8,4	10,5	0,88	0,83	0,83
J.W. Construction	15,4	12,2	6,5	0,81	0,76	0,68
Polnord	5,6	4,7	4,5	0,27	0,26	0,25
Robyg	34,7	4,0	5,6	0,77	0,65	0,63

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

# Obecna sytuacja na rynku mieszkaniowym

## Kredyty hipoteczne: fundament rynku mieszkaniowego

### Kredyt hipoteczny jest głównym fundamentem rynku

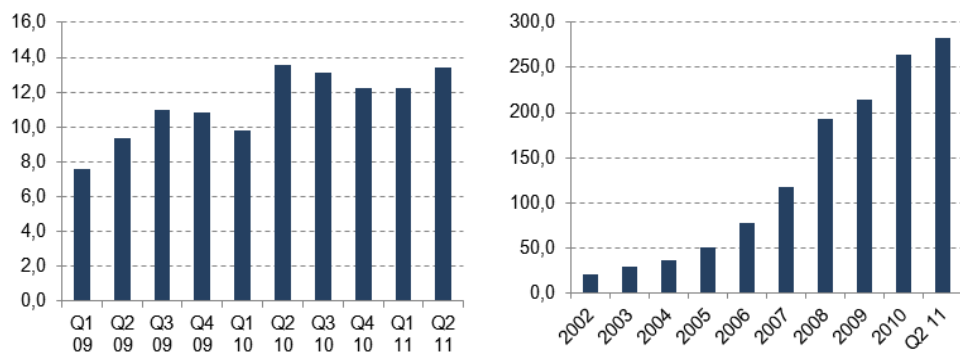
Kredyt hipoteczny jest najważniejszym fundamentem rynku mieszkaniowego – tak pod względem wolumenu transakcji, jak i cen mieszkań. Szacujemy, że około 85% transakcji na rynku mieszkaniowym ma miejsce z udziałem kredytu. AMRON podaje, że w Q2 2011 55,3% kredytów hipotecznych zostało udzielonych przy LTV > 80%. Szacujemy, że LTV jest większe w dużych miastach, niż w mniejszych miejscowościach. Zgodnie z naszymi obliczeniami, średnie LTV transakcji na rynku mieszkaniowym w Warszawie to 80%, zaś przykładowo w Lublinie to jedynie nieco ponad 50%. 60,5% kredytów w Q2 2011 zostało udzielonych na okres 25-35 lat, 8,5% zaś na okres powyżej 35 lat.

Średnia wielkość kredytu hipotecznego udzielonego w Q2 2011 wyniosła 208,9 tys. PLN (+0,3% q/q). Wielkość ta jest zdecydowanie większa w dużych miastach (np. Warszawa), mniejsza zaś w mniejszych miastach wojewódzkich. Udział kredytów w walutach ma obecnie ograniczone i ciągle malejące znaczenie (78,4% kredytów w Q2 2011 udzielone było w PLN).

### Sprzedaż nowych kredytów hipotecznych

W 2010 roku sprzedaż kredytów hipotecznych wyniosła zgodnie z danymi AMRON 48,7 mld PLN. W 2011 roku, po bardzo dobrym Q1 2011 (sprzedaż: 12,3 mld PLN, +0,1% q/q, +25% r/r), w Q2 nastąpił wzrost wartości sprzedanych kredytów hipotecznych do poziomu 13,4 mld PLN (+9,3% q/q).

### Wartość nowych kredytów mieszkaniowych (L) oraz całkowity stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych (P) (mld PLN)



Źródło: AMRON

### Sprzedaż mieszkań, a nie kredyt, jest wskaźnikiem wyprzedzającym

Warto obserwować wolumeny sprzedaży nowych kredytów hipotecznych, należy jednak pamiętać, że to umowa przedwstępna („przedsprzedaż”) jest wskaźnikiem wyprzedzającym, za którym sprzedaż kredytu podąża. Wyprzedzenie sięga 1-2 miesięcy, czasem dłużej. Na rynku pierwotnym klient składa wniosek kredytowy, często we współpracy z deweloperem, po podpisaniu umowy przedwstępnej. Na rynku wtórnym jest podobnie. Oznacza to, że bardzo dobra sprzedaż hipotek w Q2 2011 mogła być wynikiem wysokiej sprzedaży mieszkań w Q4 2010 i Q1 2011. Podobna sytuacja miała miejsce w 2010 r. W Q2 2010 wartość nowych kredytów mieszkaniowych wzrosła o 37,9% q/q. Wcześniej, w Q4 2009 sprzedaż nowych mieszkań wzrosła o 38,0% q/q.

Sądzymy, że niższa sprzedaż mieszkań, która miała miejsce w Q2 2011 na sześciu największych rynkach mieszkaniowych w Polsce przyczyni się do spadku liczby udzielanych kredytów w ostatnich dwóch kwartałach 2011 r. (porównując do Q2). Wartość nowych kredytów w ostatnich dwóch kwartałach 2011 r. szacujemy na 12,2 mld PLN/kwartał. Oznacza to, że sprzedaż hipotek w całym 2011 r. może wynieść około 50 mld PLN (+2,8% r/r).

### Rodzina na Swoim efektywnie wygaśnie już w 2011 r.

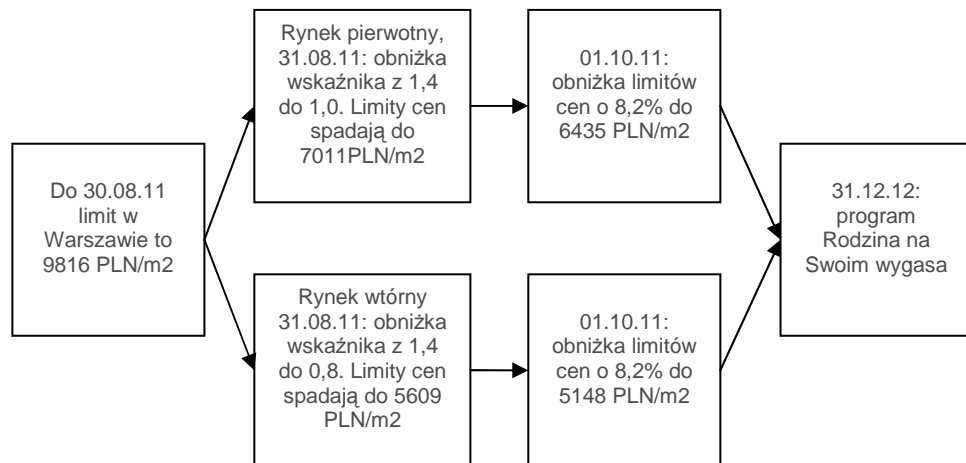
Program Rodzina na Swoim to program pozwalający na zaoszczędzenie 50% wartości odsetek z tytułu zaciągniętego kredytu hipotecznego, przez 8 pierwszych lat funkcjonowania umowy kredytowej. W Q2 2011 program odpowiadał za 22,1% sprzedaży kredytów hipotecznych (Q1 2011: 21,3%, Q1 2010: 14,7%). W zamysle autorów programu, korzystać z

niego mają osoby nabywające mieszkanie (niższe obciążenie odsetkowe). Obecnie, z uwagi na rosnące zadłużenie kraju w stosunku do PKB, uchwalona została nowelizacja ustawy, wprowadzająca istotne zmiany w programie. Zmieniona ustawa obowiązuje od 1 września 2011 r.

Nowelizacja oznacza obniżenie wskaźnika, wykorzystywanego w kalkulacji limitów cen uprawniających do skorzystania z programu, z 1,4 do 1,0 na rynku pierwotnym i z 1,4 do 0,8 na rynku wtórnym. Zmiana wskaźnika to spadek limitów o 28,6% na rynku pierwotnym i 42,9% na rynku wtórnym. Oznacza to realne wygaszenie programu (oficjalna data zakończenia programu to koniec 2012 r.).

Od 1 października obowiązują nowe wskaźniki przeliczeniowe 1 m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej mieszkania, które są podstawą do obliczania limitów cenowych w programie RnS. Na większości największych rynków w Polsce aktualizacja wskaźników nie przyniosła dużych zmian w wysokości limitów. Istotna różnica miała miejsce w Warszawie, gdzie nastąpił spadek wskaźnika o 8,2%. Nowy limit cenowy obowiązujący od października w Warszawie wynosi 6 435 PLN (34% niżej niż w sierpniu). Home Broker szacuje, że po zmianach jedynie 2% mieszkań w Warszawie kwalifikuje się do Programu. Większość mieszkań w dopłatami jest dziś oferowana na Białołęce. Dom Development i JWC będą na tym korzystać.

### Zmiany w programie Rodzina na Swoim w Warszawie



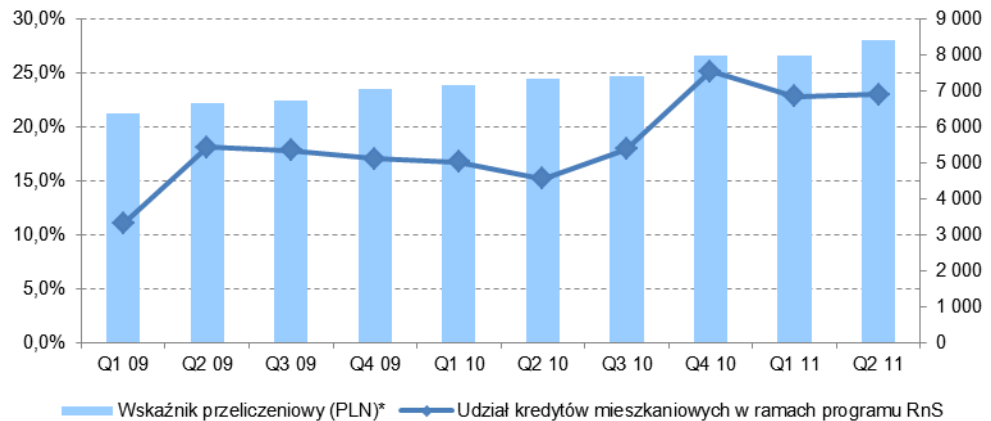
Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Jak wiele znaczy Rodzina na Swoim?

Uważamy, że znaczenie Rodziny na Swoim jest umiarkowane, jeśli chodzi o kształtowanie popytu w długim okresie. Program nie wpływa na kalkulację zdolności kredytowej przez banki. Nie sądzimy również, by możliwość skorzystania z programu miała decydujące znaczenie przy podejmowaniu decyzji o zaciągnięciu kredytu. Pewien spadek popytu na mieszkania z tytułu wygaśnięcia programu jest nieunikniony, jednak efekt ten w większym stopniu uderzy w rynek wtórny (w Q2 rynek pierwotny odpowiadał jedynie za 25,5% kredytów udzielonych w ramach programu).

Inną sprawą jest krótkoterminowy wpływ Rodziny na Swoim na decyzje o zakupie mieszkania. Sądzimy, że informacje o zmianach w programie mogły być jedną z przyczyn wysokiej sprzedaży mieszkań w Q4 2010 i Q1 2011 oraz jednocześnie przyczynić się do słabszej sprzedaży w Q2 2011. Zwróćmy uwagę na to, że plany wygaszania programu były ogłaszane już w połowie 2010 r. Wiele rodzin, które zamierzały w przyszłości wykorzystać program preferencyjnych kredytów, zdecydowało się na przyspieszenie decyzji o zakupie mieszkania. Widać to po statystykach udzielonych kredytów hipotecznych. W Q4 całkowita wartość nowoudzielonych kredytów mieszkaniowych spadła o 6,5% Q/Q, podczas gdy wartość kredytów objętych programem wzrosła o 35,8%. W konsekwencji, udział kredytów z dopłatą Państwa wzrósł w Q4 do poziomu 25% całości kredytów mieszkaniowych (wykres poniżej). Zauważmy, że od Q3 2009 odsetek kredytów z dopłatą był coraz niższy, mimo, że coraz więcej mieszkań kwalifikowało się do programu. Sytuacja odwróciła się dopiero w Q3 i Q4 2010.

## Udział kredytów udzielonych w ramach programu RnS w całości kredytów mieszkaniowych na tle wskaźnika przeliczeniowego



Źródło: DI BRE Banku, AMRON, [www.rodzinaswoim.net.pl](http://www.rodzinaswoim.net.pl); \* Średni ważony wskaźnik przeliczeniowy kosztu odtworzenia 1 mkw. powierzchni użytkowej budynków mieszkalnych liczony dla Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Gdańska i Poznania.

### Zmiana wag ryzyka dla kredytów walutowych

W sektorze bankowym wprowadzane są obecnie regulacje, które mogą oddziaływać na działalność banków. Od połowy 2012 r. wchodzi w życie zmiana wag ryzyka dla walutowych kredytów hipotecznych. Zmiana ta może ograniczyć akcję kredytową w walutach obcych (Q1 2011: 19,4% udzielonych kredytów) w niektórych bankach. Nie wpłynie to jednak na akcję kredytową banków, które już wcześniej zaprzestały udzielania walutowych kredytów hipotecznych (np. ING i Millennium). Nie sądzimy, by w związku z nowymi regulacjami sprzedaż hipotek była pod presją.

### Rekomendacje KNF ograniczą zdolność kredytową

Od 1 lipca weszło w życie część zapisów nowelizacji Rekomendacji S Komisji Nadzoru Finansowego. Wprowadzone już przepisy dotyczą głównie oceny ryzyka kredytowego przez banki. Przepisy najistotniejsze z punktu widzenia klienta zostaną wprowadzone wraz z początkiem 2012 r.

Po pierwsze, banki licząc zdolność kredytową klienta będą zakładać, że kredyt zaciągany jest na maksymalnie 25 lat. W konsekwencji, zdolność kredytowa klienta zaciągającego kredyt na więcej niż 25 lat będzie niższa (w przypadku kredytu 30-letniego o około 10%). Po drugie, dla kredytów walutowych wskaźnik DTI (*ang. debt to incomes*), będący relacją wysokości raty do miesięcznych dochodów wyniesie maksymalnie 42%. Obecnie zgodnie z Rekomendacją T wskaźnik ten wynosi 50% dla klientów zarabiających poniżej średniej krajowej i 65%, dla klientów o dochodach powyżej średniej.

Rekomendacje wprowadzane w 2010 r. (Rekomendacja T) i w połowie 2011 r. (część zapisów rekomendacji S) wymusiły na bankach bardziej restrykcyjną ocenę własnych portfeli kredytów hipotecznych, lecz w niewielkim stopniu wpłynęły na wyznaczanie zdolności kredytowej klientów. Przepisy wchodzące w życie od stycznia 2012 w ocenę zdolności kredytowej ingerują już wyraźnie. Zakładamy, że wpływ nowych regulacji ograniczy sprzedaż hipotek w 2012 r. w stosunku do roku 2011 o 10% i będzie to najsilniejszy czynnik wpływający na sprzedaż mieszkań w przyszłym roku. Uważamy, że nowe regulacje, najmocniej uderzą w wyniki sprzedażowe spółek budujących mieszkania w najniższym segmencie cenowym. Klientów tych spółek w pierwszej kolejności nie będzie stać na nabycie nowego mieszkania.

### Stopa procentowa a kredyt hipoteczny

Od początku roku RPP dokonała czterech podwyżek stóp procentowych, po 25 p.b. każda. Od ostatniej podwyżki w czerwcu, główna stopa referencyjna wynosi 4,50%. Ostatni odczyt inflacji za wrzesień był jednak niższy od oczekiwań makroekonomistów. Roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 3,9% z 4,3% zanotowanych w sierpniu. W obecnej sytuacji kolejna podwyżka stóp procentowych w 2011 r. wydaje się mało prawdopodobnym scenariuszem. W 2012 r. spodziewamy się jednej obniżki stóp procentowych o 25 p.b. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wielkości raty na poziom stóp procentowych.

**Analiza wrażliwości raty kredytowej w zależności od WIBOR**

Scenariusz	WIBOR	Marża	Oprocentowanie	Wartość kredytu (tys. PLN)	Okres spłaty (lata)	Okres odsetkowy	Rata miesięczna (PLN)	Zmiana
WIBOR 4,5%	4,50%	1,50%	6,00%	298,0	30	miesięczny	1 786,7	-
plus 0,25%	4,75%	1,50%	6,25%	298,0	30	miesięczny	1 834,8	2,7%
plus 0,5%	5,00%	1,50%	6,50%	298,0	30	miesięczny	1 883,6	5,4%
plus 0,75%	5,25%	1,50%	6,75%	298,0	30	miesięczny	1 932,8	8,2%
plus 1,0%	5,50%	1,50%	7,00%	298,0	30	miesięczny	1 982,6	11,0%
plus 2,0%	6,50%	1,50%	8,00%	298,0	30	miesięczny	2 186,6	22,4%
minus 1,0%	3,50%	1,50%	5,00%	298,0	30	miesięczny	1 599,7	-10,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A., kalkulator kredytowy money.pl

Powyższą analizę można zaprezentować w inny sposób – uzależniając wielkość możliwego do pozyskania kredytu od docelowej wielkości raty. Kalkulacje prezentujemy poniżej. LTV zakładamy na poziomie 80%.

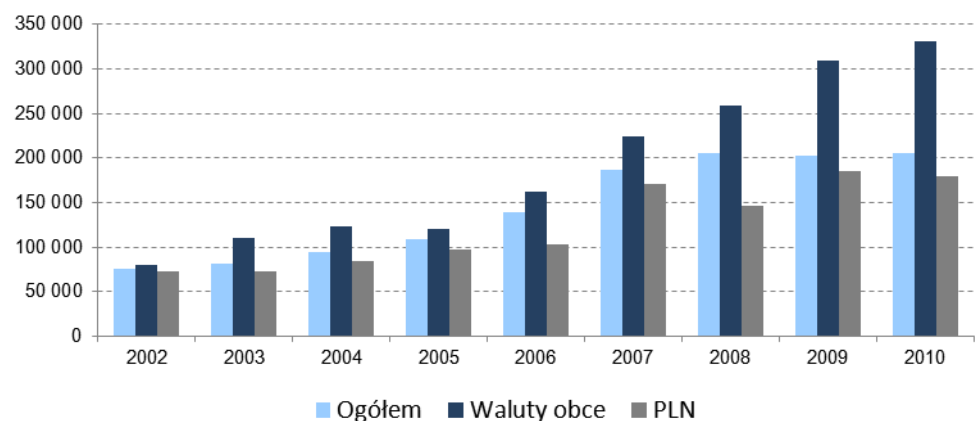
**Analiza wrażliwości możliwej wartości transakcji od WIBOR**

Scenariusz	Oprocentowanie	Rata kredytowa (PLN)	Implikowana wartość kredytu (tys. PLN)	Wkład własny (tys. PLN)	Możliwa wartość transakcji (tys. PLN)	Zmiana
WIBOR 4,5%	6,00%	2 000	333,5	83,3	416,8	-
plus 0,25%	6,25%	2 000	325,0	83,3	408,3	-2,0%
plus 0,5%	6,50%	2 000	316,5	83,3	399,8	-4,1%
plus 0,75%	6,75%	2 000	308,5	83,3	391,8	-6,0%
plus 1,0%	7,00%	2 000	300,5	83,3	383,8	-7,9%
plus 2,0%	8,00%	2 000	272,5	83,3	355,8	-14,6%
minus 1,0%	5,00%	2 000	372,5	83,3	455,8	9,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A., kalkulator kredytowy money.pl

**Wnioski z analizy wrażliwości**

Wnioski z powyższych analiz są następujące: wzrost stóp procentowych negatywnie oddziałuje na potencjalną wartość transakcji na rynku. Skutkiem jednej podwyżki stóp procentowych jest ograniczenie na przykładowym rynku warszawskim potencjalnej wartości transakcji o 2%. Efekt ten jest tym większy, im wyższe stopy procentowe i odwrotnie. Podwyżki stóp procentowych (oraz związany z tym wzrost stawki WIBOR) wpływają na oprocentowanie kredytów z pewnym opóźnieniem, stąd pomimo małego prawdopodobieństwa wzrostu stóp procentowych, spodziewamy się nieznacznego wzrostu oprocentowania kredytów w H2 2011. Uważamy, że w 2012 r. kwestia stóp procentowych nie będzie kluczowa dla kondycji rynku mieszkaniowego.

**Średnia wielkość kredytu hipotecznego wg walut (tys. PLN)**

Źródło: AMRON

## Na rynku pierwotnym sytuacja nadal jest dobra

### Wyniki sprzedaży mieszkań w Q1 2011 i Q2 2011

Wyniki sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym w Q1 2011 oceniamy pozytywnie. Spółkom udało się zwiększyć sprzedaż Q/Q, mimo tego, że przeważnie pierwszy kwartał jest sezonowo najłagodniejszy w roku. Natomiast Q2 2011, obok Q4 najlepszy kwartał w roku, nie zaprezentował wzrostu sprzedaży mieszkań Q/Q, lecz niewielki jej spadek. Przyczyny leżą tak po stronie nie zwiększającego się popytu, jak i po stronie opóźnionego wprowadzenia do oferty wybranych nowych projektów deweloperskich.

### Sprzedaż mieszkań w Q2: szacunki DI BRE vs. realizacja

Spółka	Szacunki DI BRE	Realizacja	Różnica
Dom Development	440	427	-13
J.W. Construction	265	230	-35
Polnord	300	300	0
Robyg	250	242	-8

Źródło: DI BRE Banku;

Spadek sprzedaży w Robygu był zgodny z oczekiwaniami (wynik Q1 2011 był nie możliwy do powtórzenia, efektywność sprzedaży w Q1 2011 > 36%). Podobnego efektu spodziewamy się w Budimex Nieruchomości (efektywność sprzedaży w Q1 2011 wyniosła aż 33,5%). Niższa niż oczekiwana sprzedaż J.W. Construction wynika naszym zdaniem z relatywnie nieelastycznej polityki cenowej. Podobny efekt mógł stać naszym zdaniem za słabym wynikiem sprzedaży mieszkań Ronsona. W przypadku J.W. Construction niezrealizowanie naszych prognoz to również efekt opóźnień w rozpoczynaniu nowych inwestycji.

W Q1 2011 mocno politykę cenową usztywnił Gant, co skutkowało niską sprzedażą. Q2 2011 zaprezentował powrót sprzedaży do atrakcyjnych poziomów. Znacznie wzrosła sprzedaż mieszkań w Wikanie, co związane jest z istotnym powiększeniem oferty spółki.

### W Q3 sprzedaż deweloperów giełdowych lepiej niż na rynku

W obserwowanej przez nas próbie dziewięciu deweloperów, pięciu zwiększyło sprzedaż w Q3 w stosunku do Q2. Łączna sprzedaż była jednak niższa o 3,6% q/q. Wynik deweloperów giełdowych nie jest zły zważywszy na około 10% spadek sprzedaży na 6 największych rynkach w Polsce (źródło: REAS). Q3 jest także sezonowo jednym ze słabszych kwartałów w roku. Niemniej, dynamika sprzedaży w tym roku wyhamowała, po gwałtownym wzroście w 2010 r.

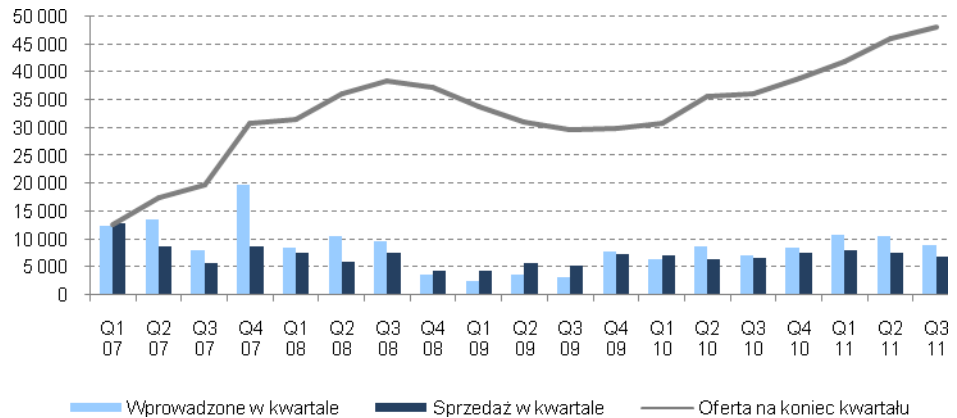
### Wyniki sprzedaży mieszkań Q1 2010 – Q3 2011

Spółka	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011
<b>Sprzedaż mieszkań netto *</b>							
Dom Development	343	312	319	412	399	427	446**
Budimex Nieruchomości	181	311	238	245	229	176	145
Robyg	97	190	115	140	292	242	249
Polnord	119	136	273	238	284	300	213
J.W. Construction	286	270	345	361	258	230	248
Gant Development	168	236	281	294	144	223	191
Ronson	129	72	48	56	132	83	87
Marvipol	69	53	20	81	119	82	154
Wikana	79	49	88	105	46	112	75
<b>Suma</b>	<b>1 471</b>	<b>1 629</b>	<b>1 727</b>	<b>1 932</b>	<b>1 903</b>	<b>1 875</b>	<b>1 808</b>
Dynamika q/q		10,7%	6,0%	11,9%	-1,5%	-1,5%	-3,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki; \* z wyjątkiem J.W. Construction, gdzie zaprezentowano sprzedaż brutto; \*\* szacunki DI BRE

Po przeciętnych wynikach sprzedażowych część deweloperów jest zmuszona do zweryfikowania całorocznych planów sprzedażowych. Polnord oczekiwał sprzedaży 1400 lokali, natomiast celem J.W. Construction była sprzedaż 1500 mieszkań w 2011 r. W obu przypadkach zrealizowanie planów jest nierealne. Wiceprezes JWC, Tomasz Panabażys, informował w sierpniu, że liczba klientów odwiedzających biura sprzedaży nie sugeruje spadku zainteresowania mieszkaniami. Jako przeszkodę w zawarciu transakcji wskazuje na ograniczony dostęp potencjalnych klientów do źródeł finansowania oraz rosnący koszt kredytów hipotecznych w obcej walucie. Bardzo bliski osiągnięcia wyznaczonego celu jest z kolei Robyg (spółka sprzedała 783 spośród 1000 zaplanowanych na ten rok mieszkań).

## Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane kwartalnie na tle oferty na koniec kwartału\*



Źródło: REAS; \*agregacja dla rynków: Warszawy, Krakowa, Wrocławia, Trójmiasta, Poznania oraz Łodzi

### Oferta rośnie coraz wolniej

Nasze szacunki wskazują spadek tempa wzrostu oferty mieszkań wśród deweloperów giełdowych. W obserwowanych przez nas firmach wzrost w Q3 wyniósł 10,4% r/r oraz 1,2% q/q. Na 6 największych rynkach dynamika ta była zdecydowanie wyższa (33,2% r/r oraz 4,5% q/q), niemniej wyhamowanie wzrostu oferty na rynku jest zauważalne. Według redNet Consulting na koniec sierpnia 2011 podaż nowych mieszkań w Warszawie wyniosła 18 190 lokali. Oznacza to, że od maja oferta mieszkań w stolicy nie wzrosła.

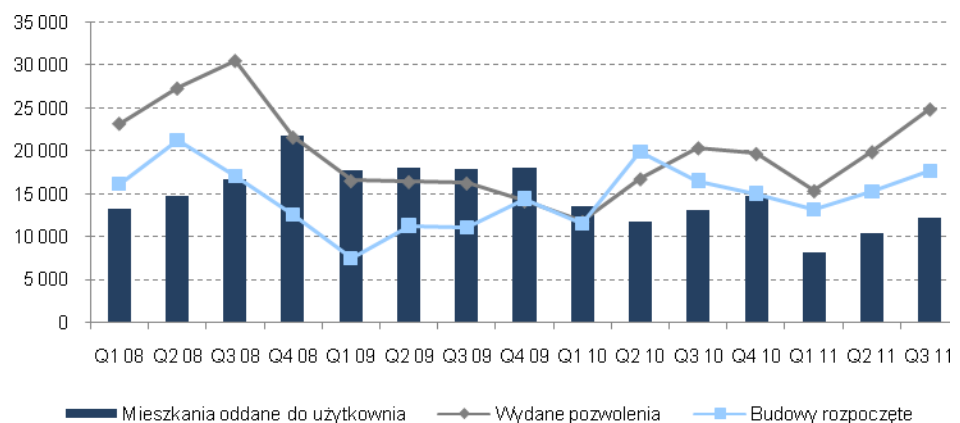
### Wielkość oferty mieszkań Q1 2010 - Q3 2011

	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11
Dom Development	1 418	1 283	1 609	1 788	2 064	2 120	2 069
Budimex Nieruchomości	522	470	462	956	834	796	974
Robyg	557	824	767	802	953	1 108	934
Polnord	1 540	2 022	1 822	1 372	1 110	1 350	1 430
Gant Development	452	700	1 249	1 258	1 122	949	933
Ronson	235	154	479	565	700	647	713
<b>Suma</b>	<b>4 724</b>	<b>5 453</b>	<b>6 388</b>	<b>6 741</b>	<b>6 783</b>	<b>6 970</b>	<b>7 053</b>
Dynamika q/q	17,2%	15,4%	17,1%	5,5%	0,6%	2,8%	1,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki

W Q3 deweloperzy rozpoczęli budowę 17,7 tys. mieszkań. Jest to o 11,4% wyższa wartość niż 5-letnia średnia kwartalna. Zastanawiający jest fakt, że liczba rozpoczętych budów wyraźnie wzrosła w Q3, podczas gdy podawana przez REAS liczba mieszkań wprowadzonych do oferty spadła w analogicznym okresie. Sądzymy, że jest to efekt sprzedawania przez deweloperów w H1 2011 mieszkań, których budowa jeszcze nie ruszyła.

### Budownictwo przeznaczone na sprzedaż lub wynajem (liczba mieszkań)



Źródło: GUS

## Efektywność sprzedaży mieszkań

Efektywność sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych utrzymuje się nadal na przyzwoitym poziomie (19,4%). Oznacza to, że średni czas potrzebny na sprzedaż mieszkań w ofercie to około 5,2 kwartału. Na całym rynku tempo sprzedaży jest niższe, co pokazują statystyki REAS. Efektywność sprzedaży mieszkań na 6 największych rynkach w Polsce spadła z około 21% w Q4 2010 do 14% w Q3 2011. Na tle deweloperów giełdowych, rynek (liczony jako 6 największych miast w Polsce) odnotował w Q3 2011 większy spadek liczby sprzedanych mieszkań oraz samej efektywności sprzedaży. Na przestrzeni ostatnich sześciu kwartałów można zauważyć, że efektywność sprzedaży deweloperów giełdowych utrzymuje się na wyższym poziomie niż efektywność rynku, chociaż różnice w efektywności sprzedaży samych spółek znacznie się różnią. Należy przy tym pamiętać, że próbka deweloperów giełdowych dysponuje obecnie atrakcyjną ofertą – małe, popularne mieszkania, podczas gdy na rynku nadal wielu deweloperów posiada lokale mniej atrakcyjne (wyższy standard, wysokie metraże, wysoka cena całkowita).

### Efektywność sprzedaży mieszkań Q1 2010 - Q3 2011\*

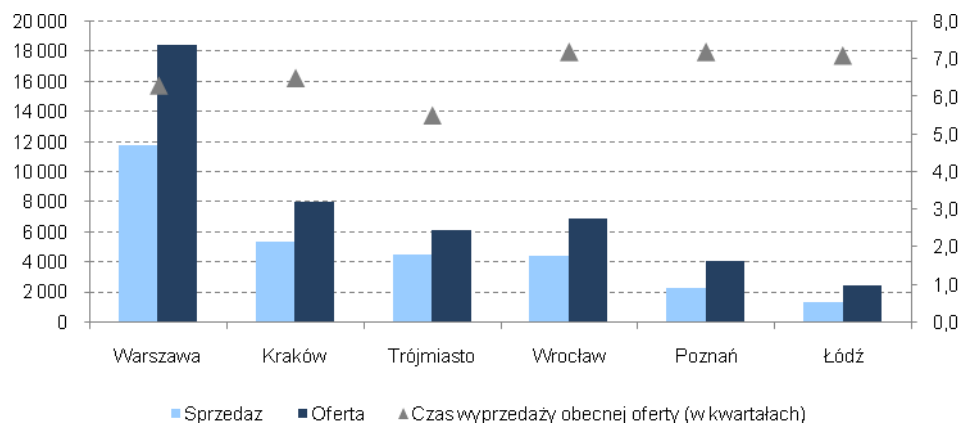
	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11
Dom Development	33,5%	22,0%	24,9%	25,6%	22,3%	20,1%	21,0%
Budimex Nieruchomości	25,7%	59,6%	50,6%	53,0%	24,0%	21,1%	18,2%
Robyg	23,5%	34,1%	14,0%	18,3%	36,4%	25,4%	22,5%
Polnord	10,5%	8,8%	13,5%	13,1%	20,7%	27,0%	15,8%
Gant Development	34,6%	52,2%	40,1%	23,5%	11,4%	19,9%	22,1%
Ronson	47,4%	30,6%	31,2%	11,7%	23,4%	11,9%	13,4%
<b>Średnia</b>	<b>25,7%</b>	<b>26,6%</b>	<b>23,4%</b>	<b>21,7%</b>	<b>22,0%</b>	<b>21,2%</b>	<b>19,4%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki, \*liczona jako sprzedaż kwartalna do oferty z końca poprzedniego kwartału

### Poszczególne rynki mocno się różnią

Statystyki REAS wskazują na zróżnicowanie w efektywności sprzedaży między poszczególnymi miastami. W Q3 najszybciej sprzedawały się mieszkania w Trójmieście (czas wyprzedzania oferty równy 5,5 kwartału), najwolniej we Wrocławiu, Łodzi i Poznaniu (czas wyprzedzania 7,1 kwartału). W stosunku do Q2 efektywność sprzedaży spadła najmocniej we Wrocławiu i Krakowie, natomiast w Warszawie i Trójmieście pozostała bez zmian.

### Relacja wielkości oferty na koniec Q3 2011 do sprzedaży w okresie ostatnich czterech kwartałów: wielkości bezwzględne

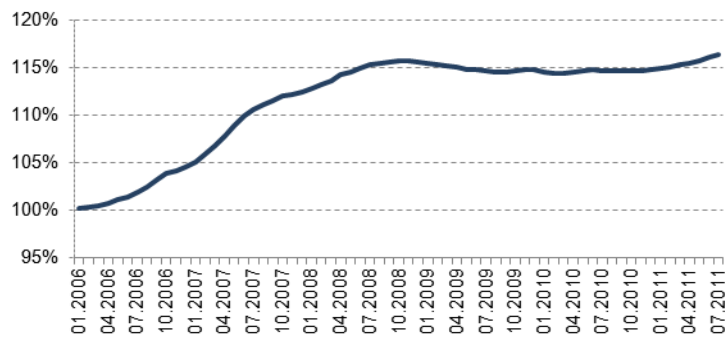


Źródło: REAS.

### Koszty budowy rosną, ale w niewielkim stopniu

Z uwagi na wzrost cen materiałów budowlanych, który miał miejsce na początku 2011 roku, a także postępujący powoli spadek konkurencji wśród generalnych wykonawców, wzrosły koszty budowy mieszkań. Wzrost ten nie jest jednak duży i sięga maksymalnie 3-5%. Nie rośnie znacząco ważny komponent kosztów, czyli wynagrodzenia. Dynamika cen produkcji budowlano-montażowej jest niewielka. We wrześniu nastąpił wzrost cen o 1,6% r/r oraz 0,1% m/m.

## Indeks cen produkcji budowlano-montażowej



Źródło: GUS

## Na rynku wtórnym konkurencja się zaostrza

### Na rynku wtórnym sprzedaż spadła

Spełnia się nasz scenariusz, który zakładał, że rynek pierwotny będzie w 2011 roku zwiększał sprzedaż kosztem rynku wtórnego. W Q1 2011 i Q4 2010, mimo niższej sprzedaży kredytów hipotecznych, sprzedaż na rynku pierwotnym wzrosła. Jednocześnie, zauważalny jest spadek zainteresowania mieszkaniami na rynku wtórnym. Rynek wtórny w dużych miastach jest 1,5-2 razy większy od rynku pierwotnego. Szacujemy, że sprzedaż na rynku wtórnym maleje od Q3 2010.

### Klient woli nowe mieszkanie, jeśli cena jest atrakcyjna

Na spadek sprzedaży na rynku wtórnym wpływa pojawienie się silnej konkurencji ze strony nowych, małych mieszkań popularnych oferowanych przez deweloperów. Przykładowo, z mieszkaniem w bloku z wielkiej płyty na Targówku czy Bemowie konkuruje projekt Zielona Italia Marvipolu i projekt Wilno Dom Development. Oba projekty oferują małe lokale po cenie zbliżonej do 6000 PLN/m<sup>2</sup>, skomunikowane z centrum połączeniem kolejowym. Z mieszkaniem w kamienicy z lat 50-ych na Muranowie konkuruje przykładowo oferta Robyga (City Apartments), czy innych deweloperów oferujących lokale na Woli.

Zgodnie z danymi redNet Consulting i AMRON, średnie ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w Warszawie (7896 PLN/m<sup>2</sup>, źródło: redNet) są bardzo zbliżone do cen transakcyjnych na całym rynku (7982 PLN/m<sup>2</sup>, źródło: AMRON). Mieszkania deweloperskie być może wymagają wykończenia, jednak na rynku wtórnym jest też bardzo wiele lokali w złym stanie technicznym.

## Segmenty rynku a ceny mieszkań

### Deweloperzy nie mają potrzeby obniżania cen

Efektywność sprzedaży na rynku jest na poziomie zapewniającym średnio sprzedaż większości mieszkań w momencie zakończenia budowy. Takie tempo sprzedaży nie wymaga od deweloperów obniżania cen, z wyjątkiem lokali nieatrakcyjnych, na które po ukończeniu projektu nie można znaleźć nabywcy.

Polityka deweloperów odnośnie cen jest odzwierciedlona w statystykach przygotowanych przez RedNet Consulting na podstawie danych tabelaofer.pl. O ile ceny ofertowe mieszkań w projektach deweloperskich wystawionych do sprzedaży wyraźnie spadły na przestrzeni ostatnich dziesięciu kwartałów, o tyle cena m<sup>2</sup> w mieszkaniach sprzedanych nie odbiega istotnie od cen notowanych 2,5 roku temu. W powyższym okresie w ofercie pojawiało się coraz więcej mieszkań tanich, należących do segmentu popularnego. Stabilizacja cen transakcyjnych na rynku pierwotnym przy jednoczesnym wzroście liczby tanich mieszkań w ofercie w żadnej mierze nie wskazuje na to, by deweloperzy obniżali ceny sprzedawanych mieszkań w ostatnim czasie. Nasuwa się wręcz wniosek, że ceny mieszkań w segmencie popularnym mogły rosnąć, by zrównoważyć spadek cen transakcyjnych mieszkań w segmencie o podwyższonym standardzie, charakteryzujących się relatywnie dużymi, mało pożądanymi obecnie metrażami mieszkań.

Sądzymy, że ceny małych mieszkań mogą obecnie trzymać się wyjątkowo mocno pomimo rekordowej oferty deweloperów. Jak już wspomnieliśmy wcześniej, duża oferta wynika w części z rekordowej liczby niesprzedanych dużych mieszkań, które nie pasują do obecnej struktury popytu i przez wiele miesięcy zalegają w cennikach deweloperów. Rynek małych mieszkań jest natomiast płynny. Z punktu widzenia deweloperów istotne jest to, że

przesuwając popyt w stronę mieszkań o mniejszym metrażu, automatycznie zwiększają oni potencjalny krąg nabywców. Zamiast konkurować ceną, deweloperzy są w stanie konkurować strukturą oferty i w ten sposób generować popyt na swoje mieszkania. Wysokie, ponad 30% marże, które Dom Development osiągnął w Q2 2011 na nowych projektach tylko potwierdzają nasze przypuszczenia, że spadek cen transakcyjnych mieszkań w segmencie popularnym nie miał miejsca.

### Zaostrza się presja cenowa na rynku wtórnym

Rośnie konkurencja cenowa na rynku wtórnym. Z naszych obserwacji wynika, że średnie ceny ofertowe, publikowane w portalach internetowych nie zmieniły się istotnie na przestrzeni ostatnich dwóch lat. Przybywa natomiast ofert o cenach znacznie niższych, niż średnie. Z kolei czerwcowy wspólny raport Szybko.pl, Metrohouse i Expandera wskazuje na 3% spadek cen ofertowych na rynku wtórnym r/r. Naturalnie, często niższe ceny uzasadnione są gorszym standardem lokalu. Aby wykreować zainteresowanie kupujących i sprzedać w miarę szybko mieszkanie, należy jeszcze bardziej obniżyć cenę.

W zachowaniu kupujących również widać:

- rosnącą skłonność do negocjacji ceny, co dodatkowo wzmacniają artykuły pojawiające się w prasie,
- rosnącą świadomość kosztów związanych z użytkowaniem mieszkania,
- rosnącą świadomość wartości użytkowych mieszkania (klienci koncentrują się obecnie na porównaniu ceny całkowitej i liczby pokoi, a nie ceny za m<sup>2</sup>).

Poniżej prezentujemy poglądową analizę, porównującą ceny ofertowe 10 najtańszych wyróżnionych mieszkań w portalu *oferty.net* ze średnimi cenami ofertowymi w portalu. W porównaniu do próbki z przełomu 2009 i 2010 roku, można zauważyć znaczny spadek cen w najtańszych ofertach i brak większych zmian w średnich cenach.

### Zmiana 10 najniższych cen ofertowych w ciągu 2-2,5 roku (rynek wtórny)\*\*

Dzielnica	Mieszkanie do 50 m <sup>2</sup>			Mieszkanie 65-150 m <sup>2</sup>		
	Lipiec 2011	Próbka historyczna *	Zmiana	Lipiec 2011	Próbka historyczna	Zmiana
Bemowo	6 809	7 589	-10,3%	6 159	6 753	-8,8%
Białołęka	5 821	6 608	-11,9%	5 437	6 068	-10,4%
Bielany	6 952	7 158	-2,9%	6 007	8 403	-28,5%
Mokotów	7 175	7 309	-1,8%	6 705	7 301	-8,2%
Ochota	7 488	7 611	-1,6%	7 052	8 597	-18,0%
Praga Południe	6 539	6 421	1,8%	5 766	6 650	-13,3%
Praga Północ	6 761	6 790	-0,4%	6 497	7 265	-10,6%
Śródmieście	7 986	8 254	-3,2%	8 122	9 066	-10,4%
Targówek	5 922	6 060	-2,3%	6 235	7 190	-13,3%
Ursus	6 278	7 034	-10,8%	6 903	7 324	-5,7%
Ursynów	7 736	7 966	-2,9%	6 405	7 012	-8,7%
Wilanów	8 122	6 660	22,0%	6 495	7 518	-13,6%
Włochy	7 561	7 513	0,6%	6 486	7 334	-11,6%
Wola	6 839	7 227	-5,4%	6 983	8 472	-17,6%
Żoliborz	7 395	8 616	-14,2%	8 022	11 835	-32,2%
<b>Mediana</b>			<b>-2,9%</b>			<b>-11,6%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., *oferty.net*; \* średnia obserwacji z dnia: 15 czerwca 2009, 10 lipca 2009, 10 sierpnia 2009, 27 sierpnia 2009, 27 stycznia 2010; \*\* 10 najniższych cen to 10 wyróżnionych ofert o najniższej cenie za m<sup>2</sup>

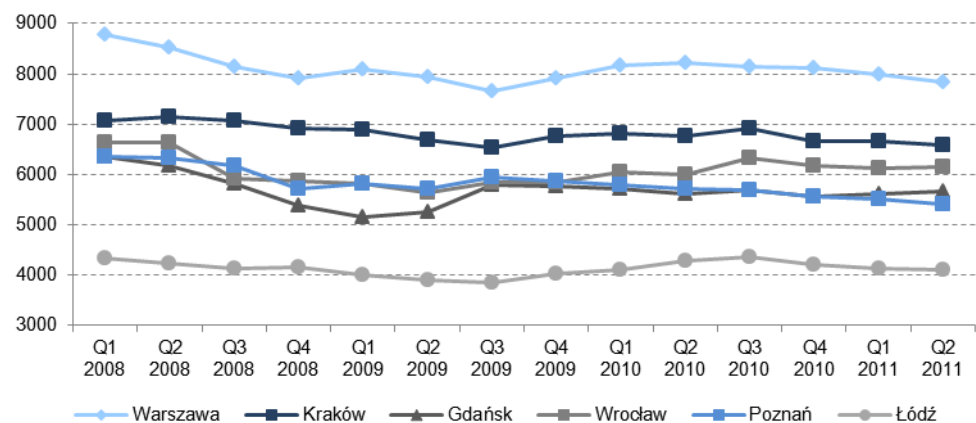
## Zmiana średnich cen ofertowych w ciągu 2-2,5 roku (rynek wtórny)

Dzielnica	Mieszkanie do 50 m <sup>2</sup>			Mieszkanie 65-150 m <sup>2</sup>		
	Lipiec 2011	Próbka historyczna *	Zmiana	Lipiec 2011	Próbka historyczna *	Zmiana
Bemowo	8 943	8 489	5,3%	8 091	8 178	-1,1%
Białołęka	7 378	7 405	-0,4%	6 856	6 905	-0,7%
Bielany	8 530	8 414	1,4%	8 393	8 527	-1,6%
Mokotów	9 407	9 337	0,7%	11 279	11 102	1,6%
Ochota	9 060	9 041	0,2%	10 120	10 169	-0,5%
Praga Południe	8 241	8 266	-0,3%	8 474	8 580	-1,2%
Praga Północ	7 963	7 857	1,4%	8 039	7 550	6,5%
Śródmieście	11 359	11 316	0,4%	12 659	13 395	-5,5%
Targówek	7 406	7 455	-0,7%	7 299	7 379	-1,1%
Ursus	7 854	7 837	0,2%	7 756	7 746	0,1%
Ursynów	9 749	9 412	3,6%	9 107	8 921	2,1%
Wilanów	8 966	9 394	-4,6%	9 431	9 426	0,1%
Włochy	8 375	8 588	-2,5%	7 908	7 842	0,8%
Wola	8 957	8 936	0,2%	9 397	9 438	-0,4%
Żoliborz	9 216	9 433	-2,3%	10 869	10 836	0,3%
<b>Mediana</b>			<b>0,2%</b>			<b>-0,4%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., oferty.net; \* średnia obserwacji z dnia: 15 czerwca 2009, 10 lipca 2009, 10 sierpnia 2009, 27 sierpnia 2009, 27 stycznia 2010

Zagregowane dane, dotyczące kształtowania się cen mieszkań na przestrzeni ostatnich trzech lat znajdują się w statystykach AMRON, dotyczących cen transakcyjnych na całym rynku. W Q2 2011 na sześciu największych rynkach ceny mieszkań spadły o 2,3% r/r oraz 0,8% q/q. Powyższe dane również nie dadzą nam jednak odpowiedzi na pytanie, czy ceny porównywalnych mieszkań w ofercie deweloperów maleją. W tym celu niezbędne są dane o cenach transakcyjnych w poszczególnych segmentach rynku.

## Średnia cena transakcyjna mieszkania w wybranych miastach (PLN/mkw.)



Źródło: AMRON

Okazuje się, że w ciągu ostatniego roku nastąpił wzrost średnich cen sprzedaży mieszkań o powierzchni do 45 mkw. oraz największych ponad 100-metrowych. (źródło: AMRON). Jednocześnie ceny mieszkań w przedziale 45-100 mkw. spadły. Zastanawiający jest wzrost cen największych mieszkań. Wy tłumaczenia szukamy w zmianie struktury sprzedaży. Możliwe, że w tym segmencie wzrósł udział najdroższych, luksusowych apartamentów, na które popyt powinien być stabilniejszy niż na duże mieszkania o podwyższonym standardzie. Nie bez znaczenia może być też fakt, że ceny największych mieszkań w kryzysie najsilniej straciły na wartości (ok. -20% od szczytu w 2008 r. do dołka w 2010 r.). Dziś ceny największych apartamentów mogą wydawać się relatywnie atrakcyjne.

Z punktu widzenia analizowanych deweloperów istotne jest, że rosną ceny mieszkań o małym metrażu. Małe mieszkania są domeną segmentu popularnego, na którym koncentruje się obecnie większość deweloperów. W niektórych firmach można też dostrzec tendencję do oferowania małych mieszkań w inwestycjach o podwyższonym standardzie (np. Robyng City Apartments), a nawet w apartamentach.

### Optymizm pośredników na rynku wtórnym znacznie zmalał

Spadek sprzedaży i liczby potencjalnych klientów nabywających lokale na rynku wtórnym, znajduje odzwierciedlenie w spadku optymizmu agencji pośrednictwa. Z aktualnej ankiety *Rzeczpospolitej* (tzw. barometr *Rzeczpospolitej*), prowadzonej wśród pośredników (Akcespolska, Lexpol, Ober-Haus, Północ i WGN), wynika, że ceny mieszkań na rynku wtórnym mogą w ciągu najbliższych 12 miesięcy spaść o 2,1%. Inny pośrednik, Home Broker, oczekuje spadku cen mieszkań o 3%. To głównie opinie pośredników, działających na rynku wtórnym, są źródłem negatywnych artykułów prasowych dotyczących sektora mieszkaniowego.

### Oczekiwane zmiany cen na rynku wtórnym

Przewidujemy, że zjawisko poprawy sprzedaży na rynku pierwotnym, kosztem rynku wtórnego, może się pogłębiać. Związane jest to z:

- postępem prac nad budową nowych projektów deweloperskich,
- wzrostem oferty deweloperów,
- rewizją programu Rodzina na Swoim, która efektywnie spowoduje wyłączenie rynku wtórnego z programu (w H1 rynek wtórny stanowił około 50% sprzedaży w RnS).

W efekcie, ceny na rynku wtórnym prawdopodobnie spadną. Zakładamy spadek średnich cen o 3% w ciągu najbliższych 12 miesięcy i o dalsze 2% w II połowie 2012 roku. Na spadek cen najbardziej narażone będą lokale duże, z segmentu o cenach średnich i średnich-wyższych. Spadek cen na rynku wtórnym spowoduje, że rynek ten w połowie 2012 roku ponownie stanie się bardziej konkurencyjny dla rynku pierwotnego.

## Prognozy dla rynku mieszkaniowego

### Rok 2012 nie przyniesie poprawy na rynku pierwotnym

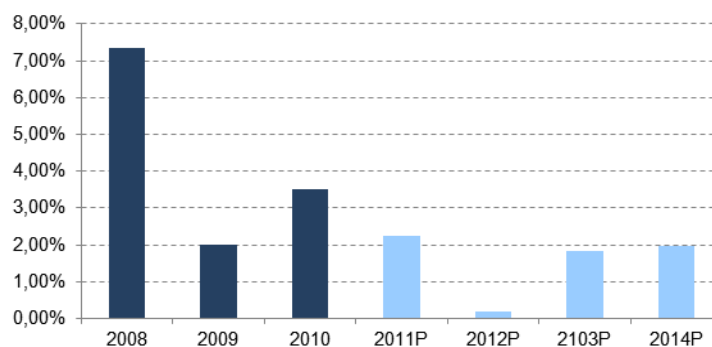
#### Sprzedaż mieszkań spadnie w 2012 r.

Dostrzegamy czynniki, mogące wpływać zarówno na wzrost, jak i spadek popytu na mieszkania w 2012 r. Sądzymy, że ich łączny wpływ na wolumeny sprzedaży w przyszłym roku będzie negatywny. Główną przyczyną spadku sprzedaży mieszkań upatrujemy w nowych rekomendacjach KNF. Pozostałe czynniki powinny mieć łącznie neutralny wpływ na sprzedaż.

**Rekomendacje KNF.** Spadek zdolności kredytowej w przyszłym roku będzie przede wszystkim efektem wejścia w życie nowych rekomendacji KNF dotyczących rynku hipotecznego. Kluczowe zapisy dotyczą liczenia zdolności kredytowej dla maksymalnie 25-letniego kredytu oraz obniżenie wskaźnika DTI dla kredytów walutowych do 42%. Szacujemy, że spadek liczby nowych kredytów mieszkaniowych w wyniku implementacji Rekomendacji KNF wyniesie w przyszłym roku 10%. Przy założeniu, że 70-90% klientów deweloperów korzysta z kredytu przy zakupie mieszkania, spadek sprzedaży w wyniku nowych regulacji może wynieść 7-9%.

**Wzrost gospodarczy.** Zakładamy wzrostu PKB w Polsce na poziomie 3,8% w 2011 r., oraz 3,2% w 2012 r. Realizacja takiego scenariusza makro oznaczałaby również wzrost płac realnych i wzrost zdolności kredytowej. Niemniej w 2012 r. wzrost gospodarczy będzie w dużo mniejszym stopniu niż w ostatnich latach oparty na konsumpcji, co nie jest czynnikiem wspierającym sprzedaż mieszkań.

#### Dynamika spożycia publicznego (% r/r)



Źródło: BRE Bank S.A.

**Rodzina na Swoim.** Drastyczne obniżenie wskaźników przeliczeniowych w programie Rodzina na Swoim sprawiło, że tylko nieliczne mieszkania kwalifikują się do programu. Z drugiej strony, restrykcyjne wskaźniki praktycznie całkowicie wyeliminowały z programu rynek wtórny, co ogranicza negatywne skutki zmian dla rynku pierwotnego. Uważamy, że wygaszenie programu nie obniży istotnie popytu na mieszkania.

**Efekt psychologiczny.** Kryzys zadłużenia w państwach południowej Europy i w związku z tym obawy o trwałość wzrostu gospodarczego mogą doprowadzić do ograniczenia popytu na mieszkania. Nie sądzimy, by awersja do zadłużania się mogła mieć trwały efekt, jednak w sytuacji przeciągającej się niepewności odnośnie kondycji niektórych unijnych gospodarek, część decyzji o zaciągnięciu kredytu mieszkaniowego może być odłożona na później.

**Stopy procentowe.** Obecnie prawdopodobny wydaje się nam scenariusz spadku stóp na początku przyszłego roku. W związku z tym oczekujemy, że WIBOR 3M spadnie z obecnego poziomu ok. 4,83% do średniego poziomu 4,35% w 2012 r. Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy WIBOR 3M wzrósł o ok. 100 p.b. Pomimo tak znacznego wzrostu, średnie oprocentowanie złotych kredytów hipotecznych spadło od sierpnia 2010 do maja 2011 o 0,55 p.p. (Barometr Kredytowy Expandera dla kredytu 400 tys. PLN i LTV 100%). Czynnikiem wpływającym na spadek oprocentowania kredytów był jednoczesny spadek marż kredytowych w bankach. Od czerwca b.r. następuje jednak stopniowy wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych. W Q3 2011 spodziewamy się jeszcze kontynuacji tego trendu, a co za tym idzie, obniżenia zdolności kredytowej. Sądzimy, że wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych jest zjawiskiem tymczasowym, a zauważalna od końca czerwca stabilizacja poziomu WIBOR 3M powstrzyma wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych w Q4 2011. W 2012 r. koszt kredytu powinien maleć z uwagi na spadek WIBOR.

**Działania banków i deweloperów.** Na pogarszającą się zdolność kredytową klientów reagować będą zarówno banki, jak i sami deweloperzy. Banki mogą odpowiedzieć dalszym obniżaniem marż kredytowych, choć ich możliwości w tym zakresie są już ograniczone. Deweloperzy będą natomiast projektować mieszkania, które lepiej wpisują się w obecne potrzeby klientów. Nie sądzimy, by działania deweloperów poszły w stronę mniejszych metraży, gdyż ta zmiana na rynku już praktycznie nastąpiła.

**Rynek wtórny.** Przewagą rynku pierwotnego nad wtórnym jest możliwość lepszego dostosowania się do oczekiwań i trendów rynkowych. Deweloperzy poprzez wprowadzenie do oferty lokali o mniejszej powierzchni, są w stanie zaproponować 2-3-pokojowe mieszkanie nawet kilkanaście procent taniej niż dotychczas. Sądzimy jednak, że na skutek obniżenia cen na rynku wtórnym, siła obu stron się zbilansuje.

### **Prognoza sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym w 2011 i 2012 roku**

Przewidujemy, że sprzedaż na rynku pierwotnym w Warszawie wyniesie w 2011 roku około 12 tys. lokali (+13% r/r). Na sześciu największych rynkach w Polsce (Warszawa, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań, Łódź) oczekujemy 8,5% dynamiki wzrostu, co oznaczałoby ok. 30 tys. sprzedanych mieszkań. Po dziewięciu miesiącach 2011 r. wzrost sprzedaży r/r wyniósł na powyższych rynkach 11,5%. W 2010 r. drugie półrocze było zdecydowanie lepsze pod względem sprzedaży, stąd utrzymanie tak dużej dynamiki wzrostu w całym 2011 r. jest mało prawdopodobne.

W 2012 r. oczekujemy spadku sprzedaży o 8% w stosunku do 2011 r. W kontekście wycenianych przez nas deweloperów oznacza to, że utrzymanie obecnej sprzedaży w 2012 r. przy braku nowych, dobrze zdywersyfikowanych projektów będzie trudne.

### **Oferta deweloperów będzie nadal rosnąć**

Oferta deweloperów będzie naszym zdaniem nadal rosnąć. Związane jest to z wieloma czynnikami:

- budowa osiedla mieszkaniowego jest dobrym wyjściem zamiany gruntu na gotówkę (odzyskanie wartości gruntu + marża; widzą to m.in. deweloperzy hiszpańscy),
- deweloperzy mają duże banki ziemi, grunt nie przynosi dodatnich przepływów pieniężnych,
- deweloperzy mają przygotowane nowe projekty,
- wybrane spółki, wyprzedawszy ofertę, będą wracać do dawnej skali działalności (J.W. Construction),
- wybrane spółki dopiero teraz zwiększają skalę działalności (w zeszłym roku tak było w Robygu, w tym roku efekt ten dotyczy LC Corp, Marvipolu i Ronsona),
- bieżące tempo sprzedaży mieszkań jest satysfakcjonujące dla wielu deweloperów (przy zakończeniu projektu większość lokali jest sprzedana),

- marże z działalności deweloperskiej są bardzo wysokie dla nowych inwestycji (marża brutto 25-30%, marża netto: 15-20%).

Dla utrzymania obecnego poziomu cen mieszkań i realizowanych marż, najlepiej by było, aby deweloperzy ograniczyli podaż. Jest jednak mało prawdopodobne by tak się stało, gdyż rynek jest bardzo konkurencyjny i rozdrobniony. Każda firma indywidualnie kalkuluje szanse związane z powiększeniem oferty i utracone korzyści, wynikające z braku działalności (brak pokrycia kosztów ogólnych, grunt nie pracuje). Ponadto obecny poziom marż zachęca do rozpoczęcia kolejnych inwestycji.

### Spadek oferty na rynku pierwotnym od H2 2012

Uważamy, że w II połowie 2012 r. sytuacja na rynku deweloperskim zacznie się poprawiać. Związane jest to z oczekiwanym przez nas spadkiem wielkości oferty wywołanej:

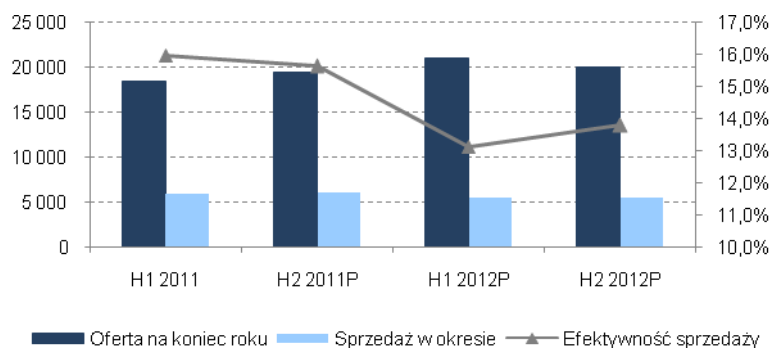
- istniejącą na rynku nadpodażą,
- spadkiem marż na realizacji nowych inwestycji,
- problemami ze sprostaniem przez niektórych deweloperów wymogom ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego.

Zwracamy uwagę na to, że prognozowanie wielkości oferty deweloperów może być bardzo trudnym zadaniem. Gdy w maju oferta mieszkań w Warszawie dynamicznie wzrosła do około 18 tys. mieszkań, wszystko wskazywało na to, że bardzo szybko zostanie przebita bariera 20 tys. mieszkań. Wskazywały na to ogłaszane przez deweloperów plany inwestycyjne. Tymczasem w Q3 2011 oferta w Warszawie nie uległa istotnej zmianie, a tempo wzrostu oferty na pozostałych dużych rynkach osłabło. Jest to dobry prognostyk na 2012 r. Spodziewamy się, że w długim terminie oferta będzie dążyć do poziomu 1,5-roczej sprzedaży (efektywność sprzedaży: 16,7%).

Oferta w Warszawie na koniec Q2 2011 r. wyniosła prawie 18 500 mieszkań, wg naszych szacunków implikuje 16% efektywność sprzedaży. Przewidujemy, że w Warszawie oferta wzrośnie do:

- 19,5 tys. lokali na koniec 2011 roku (efektywność sprzedaży: 15,6%),
- 21 tys. lokali na koniec H1 2012 (efektywność sprzedaży: 13,1%),
- Na koniec 2012 r. oczekujemy spadku oferty do około 20 tys. mieszkań (efektywność sprzedaży: 13,8%).

### Prognozy oferty i sprzedaży mieszkań w Warszawie (szt.) na tle efektywności sprzedaży (%)



Źródło: DI BRE Banku, REAS

### Wzrost cen na rynku pierwotnym od połowy 2013 r.

Nadpodaż na rynku pierwotnym, jakiej spodziewamy się w okresie H1 2012 – H1 2013, powodować będzie presję na spadek cen. Spadkowi cen będzie też sprzyjać konkurencja ze strony rynku wtórnego. Jak wspominaliśmy wcześniej, nie sądzimy, by deweloperzy posiadający w ofercie mieszkania o małym metrażu z segmentu popularnego doświadczyli spadku cen na przestrzeni ostatniego roku. Niemniej ze względu na dalszy wzrost podaży mieszkań, trudniejszy dostęp do kredytu hipotecznego oraz spadek sprzedaży mieszkań w nadchodzącym roku, ceny porównywalnych mieszkań w 2012 r. powinny maleć. Nie sądzimy, by spadek cen był znaczny. Deweloperzy niechętnie decydują się na konkurencję cenową. Cięższa sytuacja na rynku zdecydowanie silniej powinna uderzyć w tempo sprzedaży mieszkań niż w ceny.

Przewidujemy, że nominalne ceny porównywalnych mieszkań na rynku pierwotnym:

- spadną o 2% w 2012 r.,
- ustabilizują się w 2013 r.,
- następnie będą rosły o 3% rocznie.

### Koszty wytworzenia nie są czynnikiem ryzyka

Koszty wytworzenia mieszkań nie stanowią naszym zdaniem dużego ryzyka. Koszty gruntów nie rosną, a w przypadku, gdyby sytuacja na rynku pogarszała się – mogą spaść. Grunt odpowiada za około 15-20% kosztu inwestycji. Koszty finansowania mogą do końca roku wzrosnąć o kilka procent, natomiast w 2012 r. spodziewamy się ich stabilizacji. Udział kosztów finansowania w koszcie wytworzenia sięga około 5-10%.

Najwyższy udział w strukturze kosztów stanowi sama budowa (ok. 75%). Koszty budowy wzrosły na początku roku i chociaż firmy budowlane wciąż wywierają presję na ich wzrost, deweloperzy bronią się przygotowując efektywniejsze projekty (mniejszy udział powierzchni wspólnych, tańsze materiały wykończeniowe itd.). Nie przewidujemy tendencji wzrostowej na kosztach budowy w drugim półroczu 2011 r. W 2012 r. zakładamy wzrost kosztów na poziomie 3%, jednak w kontekście oczekiwanego spadku cen mieszkań i tempa rozpoczynania nowych budów, firmom budowlanym nie będzie łatwo podnieść ceny.

Podsumowując powyższe założenia spodziewamy się:

- braku istotnych zmian w koszcie wytworzenia mieszkań w H2 2011,
- wzrost kosztu wytworzenia o ok. 2% w 2012 r.,
- w 2013 r. zakładamy wzrost kosztów budowy o 3%, brak zmiany kosztów finansowania, stabilizację kosztów gruntu, co daje łącznie wzrost kosztu wytworzenia o około 2%.

### Prognozy modelowych marż deweloperskich

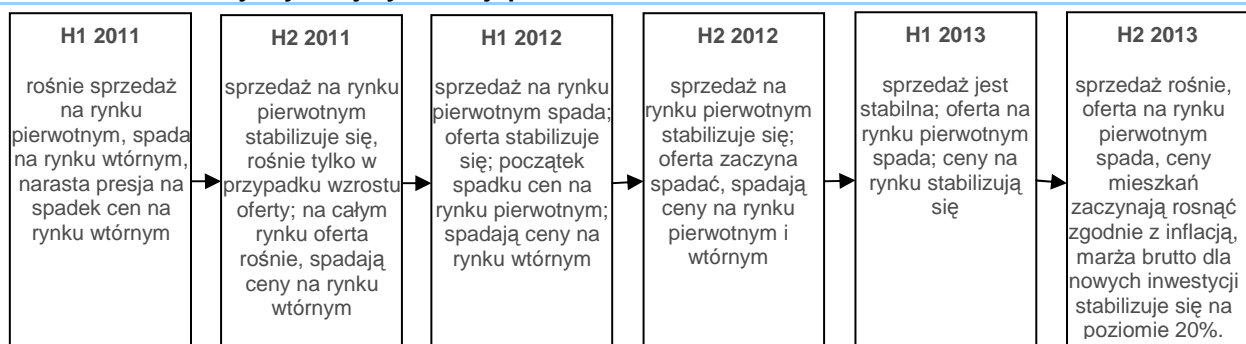
Spadek cen na rynku pierwotnym oraz wzrost kosztów budowy spowoduje spadek marż nowych projektów deweloperskich. Ceny obecnie kupowanych gruntów są tak skalkulowane, by zapewnić deweloperowi marżę brutto na sprzedaży w okolicach 25-30%.

- W 2012 roku marża spadnie o 2% z tytułu spadku cen mieszkań i o 2% z tytułu wzrostu kosztów wytworzenia. Łącznie daje to marżę brutto na poziomie 21-26%.
- W 2013 roku marża spadnie o 2% tylko z tytułu wzrostu kosztów budowy. Łącznie daje to marżę brutto na poziomie 19-23%.
- W długim terminie zakładamy w prognozach marżę brutto na poziomie 20%.

## Ewolucja sytuacji rynkowej: podsumowanie

Na poniższym diagramie podsumowujemy, jak naszym zdaniem będzie zmieniać się koniunktura na rynku deweloperskim. Prezentujemy również, jak duże przesunięcie występuje między zmianami w sytuacji rynkowej a wynikami spółek z branży. Ze względu na księgowanie wyników z inwestycji dopiero po jej zakończeniu, aktualne wyniki finansowe spółek obrazują przeszłą koniunkturę na rynku mieszkaniowym. Przesunięcie w czasie może wynieść nawet 2 lata.

### Oczekiwana ewolucja sytuacji rynkowej: podsumowanie



Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Przesunięcie czasowe w prezentacji sytuacji rynkowej w wynikach spółek

Sytuacja rynkowa	Wyniki finansowe
Koniec „kryzysu finansowego”, lata 2009 i 2010 roku, wysokie marże, stabilne ceny	H2 2011 - 2012
Dobra sytuacja 2011 r. (wysokie marże, brak spadku cen u deweloperów, wysoka sprzedaż)	2012 - H1 2013
Trudny 2012 r. (spadek cen i sprzedaży)	H2 2013 - 2014
Stopniowa poprawa w 2013 r.	2015 - 2016

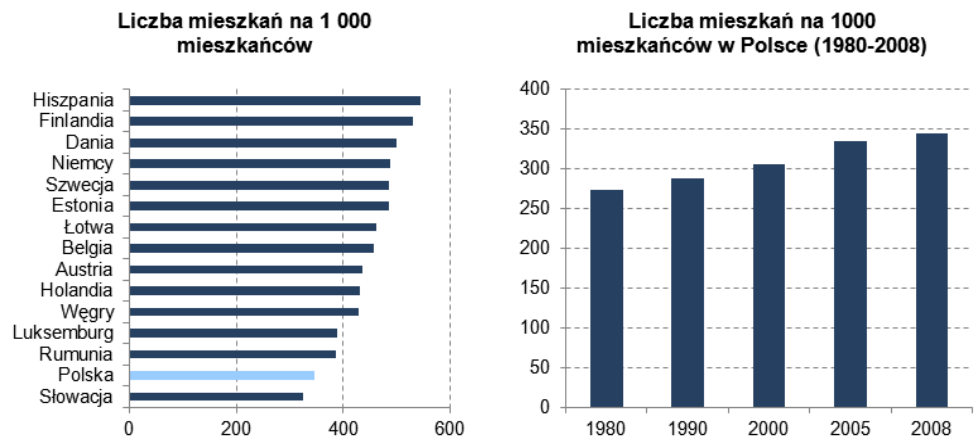
Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Długoterminowe perspektywy branży

### Potrzeby mieszkaniowe w Polsce

Polska posiada niekorzystne statystyki jeśli chodzi o liczbę mieszkań w stosunku do populacji. Chociaż wskaźnik ten systematycznie rośnie, w 2008 r. na każde 1000 mieszkańców przypadało 345 mieszkań. Jest to znacznie niższa liczba niż w krajach rozwiniętych, jak również wyraźnie niższa od większości krajów Europy Wschodniej (Czechy, Węgry, Estonia, Łotwa, Litwa, Rumunia, Słowenia).

### Liczba mieszkań na 1000 mieszkańców



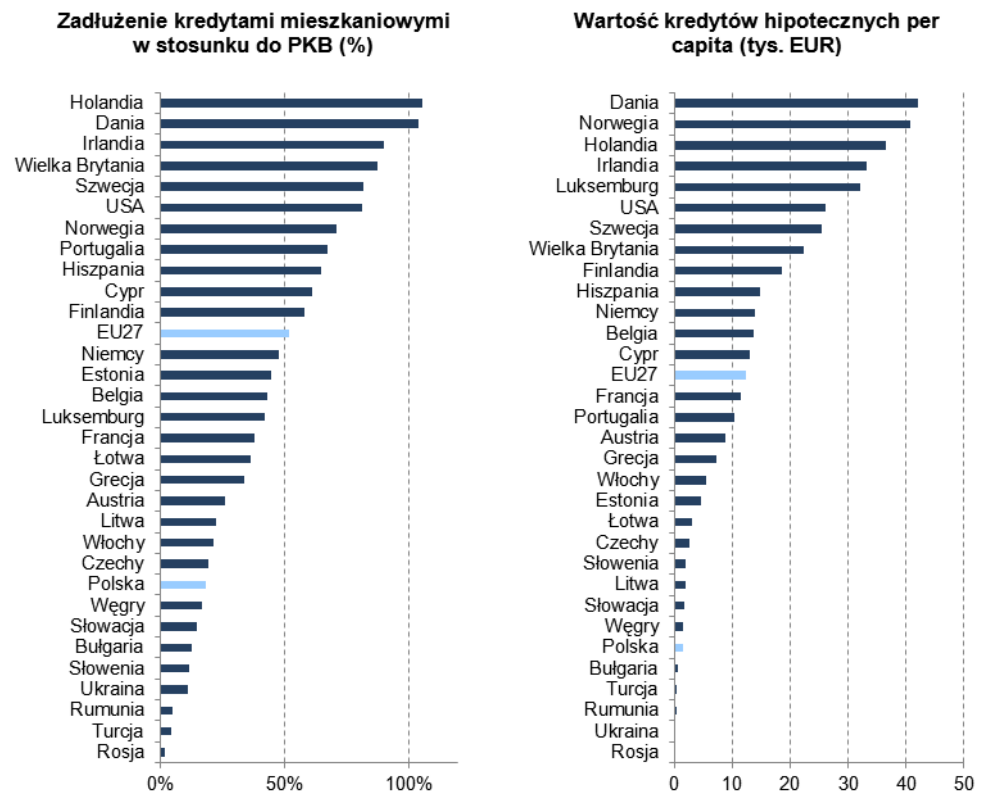
Źródło: Housing Statistics in the European Union 2010, The Hague: Ministry of the Interior and Kingdom Relations

Standard istniejących zasobów mieszkaniowych również nie jest najlepszy na tle Europy. Problemem nie tyle jest wiek istniejących mieszkań, co ich komfort i stan techniczny. W 2008 r. ponad 13% mieszkań nie posiadało wanny/prysznic, podczas gdy w krajach rozwiniętych wskaźnik ten nie przekracza 3-4%. W raporcie „Incomes and living conditions in EU 2010” przygotowanym przez Eurostat, Polska jest sklasyfikowana na jednym z ostatnich miejsc pod względem komfortu mieszkań w EU27. W badaniu brano pod uwagę stan techniczny lokali, dostęp do węzłów sanitarnych oraz metraż mieszkań.

### Zadłużenie kredytami hipotecznymi w Polsce jest wciąż niskie

Zadłużenie polskich gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych jest stosunkowo niskie w porównaniu do średniej w Unii Europejskiej. Wartość kredytów hipotecznych w stosunku do PKB wynosi w Polsce 18% (EU27: 52%). Sądzymy, że w przyszłości będzie następować konwergencja tego wskaźnika do średniej unijnej. Stosunkowo niskie zadłużenie polskiego społeczeństwa będzie sprzyjać szybszemu rozwojowi rynku mieszkaniowego.

## Zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych w Polsce i na Świecie



Źródło: European Mortgage Federation

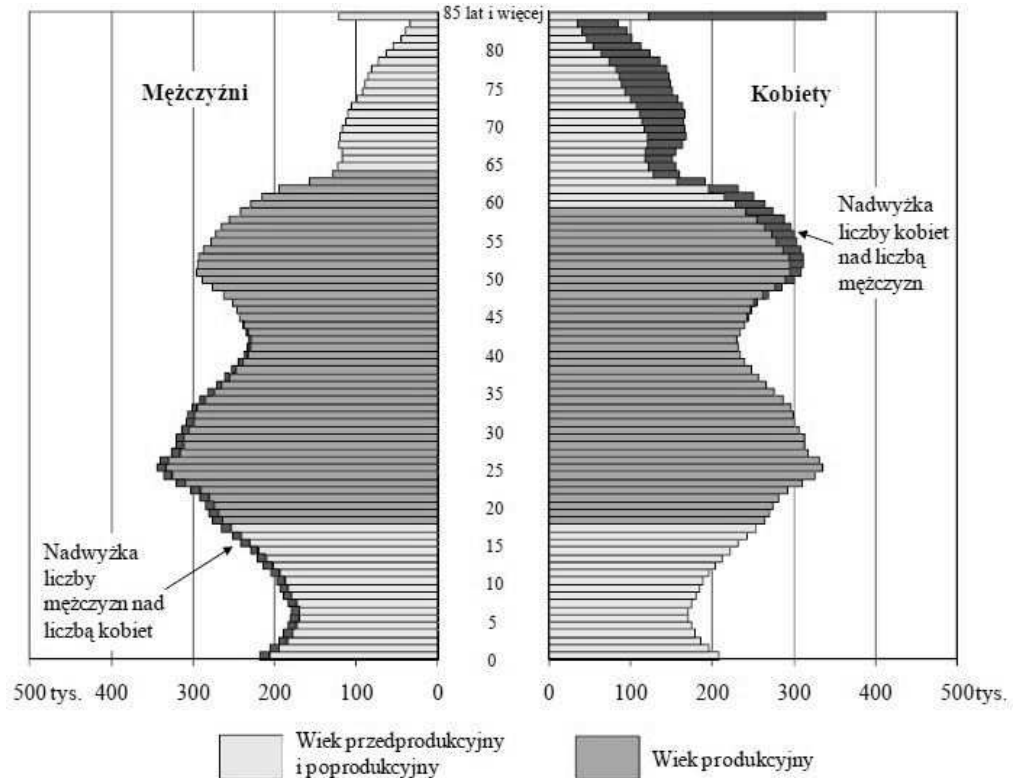
### Zjawiska demograficzne a popyt

Obecnie mamy do czynienia ze szczytem wyżu demograficznego. Wyż ten jest źródłem popytu na małe mieszkania popularne. Za 5, 10 i 15 lat liczba osób rozpoczynających pracę będzie coraz mniejsza. Przełożenie na popyt na mieszkania nie jest jednak oczywiste. W ostatnich latach wielu młodych Polaków emigrowało zarobkowo do krajów UE. Zjawisko to z czasem będzie wygasać. Poza tym, można mówić o niezaspokojonym popycie wielu osób w wieku około 30 lat, które nadal nie posiadają własnego mieszkania.

Inną kwestią są nawyki Polaków. Popyt w kraju kształtują obecnie głównie osoby młode. Ludzie w wieku do 34 lat odpowiadają za ponad 74,3% udzielonych kredytów w programie Rodzina na Swoim (AMRON). Osoby starsze decydują się na zmianę mieszkania relatywnie rzadko. Uważamy, że sytuacja ta się zmieni. Pokolenie osób urodzonych w latach 80-ych, obecnie kupujące pierwsze, małe, 2-pokojowe mieszkania, za 5-10 lat będą zmieniać mieszkania na większe, 3-pokojowe. Oznacza to, że w ciągu życia osoby będą zmieniać mieszkania przynajmniej dwukrotnie.

Zjawisko to powinno z nawiązką kompensować trendy wynikające z prostej obserwacji piramidy ludności Polski. W USA, gdzie społeczeństwo jest relatywnie stare, ludzie wymieniają domy kilka razy w ciągu życia. Sprzedaż na obywatela jest w USA około dwukrotnie wyższa, niż w Polsce.

### Piramida ludności Polski, stan na 30 czerwca 2010



Źródło: GUS

### Konsolidacja rynku deweloperskiego

Z przedstawionych statystyk wynika, że w Polsce zapotrzebowanie na nowe mieszkania powinno się utrzymać na wysokim poziomie. Jest to jedyny sposób, by zniwelować różnice w mieszkalnictwie między Polską a Europą. Bezpieczny jest również poziom zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych. Są to warunki, w których rynek nowych mieszkań ma perspektywę rozwoju.

Uważamy, że oprócz samego wzrostu rynku, działalność deweloperska będzie się konsolidować w przyszłości. Jest to związane z korzyściami skali oraz nowym prawem, które w przyszłości będzie regulować działalność deweloperską.

Korzyści skali wynikają z:

- **niższych kosztów ogólnych w relacji do sprzedaży** (przy obecnej skali sprzedaży SG&A w Dom Development, J.W. Construction i Polnordzie stanowią 11-16% wartości sprzedawanych mieszkań; potencjał do spadku szacujemy na ok. 5 p.p.),
- **wartości marki** (nowe mieszkania u deweloperów rozpoznawalnych na danym rynku sprzedają się szybciej, to samo dotyczy wieloetapowych inwestycji – w kolejnych etapach mieszkania sprzedają się we wcześniejszej fazie budowy)
- **realizacji kilkietapowych inwestycji** (oszczędności na poziomie projektowania, marketingu, budowy wspólnej infrastruktury, umów kredytowych z bankami, kontraktowania generalnego wykonawcy)
- **tańszego finansowania** (duzi deweloperzy z silnym bilansem mają łatwiejszy dostęp do taniego finansowania; w przypadku pogorszenia sytuacji na rynku uzyskanie kredytu przez małego dewelopera może być niemożliwe).
- **większych możliwości organizacyjnych** (proces przygotowywania inwestycji deweloperskich jest złożony i wymaga uzyskania wielu pozwoleń administracyjnych; uchwalana właśnie ustawa o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego nałoży na deweloperów wiele nowych wymogów)

Z powyższych przyczyn spodziewamy się większej konsolidacji rynku mieszkaniowego w przyszłości. W rozwiniętych gospodarkach z powodzeniem funkcjonują deweloperzy prowadzący działalność na dużo większą skalę (np. Nexity we Francji). Dom Development, będący liderem pod względem sprzedaży mieszkań w Polsce, zdobył swoją pozycję działając wyłącznie na rynku warszawskim. Potencjał do wzrostu skali działalności jest zatem ogromny.

W kontekście konsolidacji rynku, dużą rolę mogą odegrać kwestie legislacyjne. Nowa ustawa o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego nakłada na deweloperów obowiązek gromadzenia zaliczek klientów na bankowych rachunkach powierniczych zamkniętych lub otwartych. Deweloperzy będą też obowiązani do uzyskania gwarancji bankowej lub polisy ubezpieczeniowej dla rachunku. Przyjęcie ustawy oznacza wzrost kosztów realizacji projektów mieszkaniowych. Co ważniejsze, projekt ustawy wymusza na deweloperach, którzy dotychczas finansowali się wyłącznie z zaliczek i funduszy własnych, nawiązanie relacji z bankiem. Może to oznaczać dużą barierę rozwoju dla wielu mniejszych spółek. Sądzymy, że przyjęcie ustawy doprowadzi do wzrostu udziału w rynku większych deweloperów, szczególnie tych, którzy mają długotrwałe relacje z bankami. Ustawa została podpisana przez Prezydenta 11 października 2011 r., co oznacza, że wejdzie w życie w połowie kwietnia 2012 r.

Obecne wyceny rynkowe spółek również sprzyjają konsolidacji branży. Po ostatnich spadkach na giełdzie wielu deweloperów jest wycenianych poniżej wartości księgowej. W przypadku niektórych spółek dyskonto wynosi ponad 50%. Przy tak niskich wycenach część spółek giełdowych może okazać się atrakcyjna z punktu widzenia akwizycji.

### **Wejście do strefy Euro a stopy procentowe**

Wejście do strefy Euro mogłoby wpłynąć na poprawę sytuacji deweloperów, gdyż otworzyłoby dla Polaków drogę do kredytów w EUR, charakteryzujących się niższym oprocentowaniem niż kredyty w PLN. Zniknąłby też problem ryzyka walutowego. Nasze wcześniejsze wyliczenia sugerują, że spadek stóp procentowych o jedynie 1,0% powinien wpływać na wzrost siły nabywczej o 9,4%, co pozwoli na wzrost sprzedaży mieszkań i wzrost cen lokali.

## **Analiza porównawcza spółek**

### **W 2012 r. sprzedaż spadnie wraz z rynkiem**

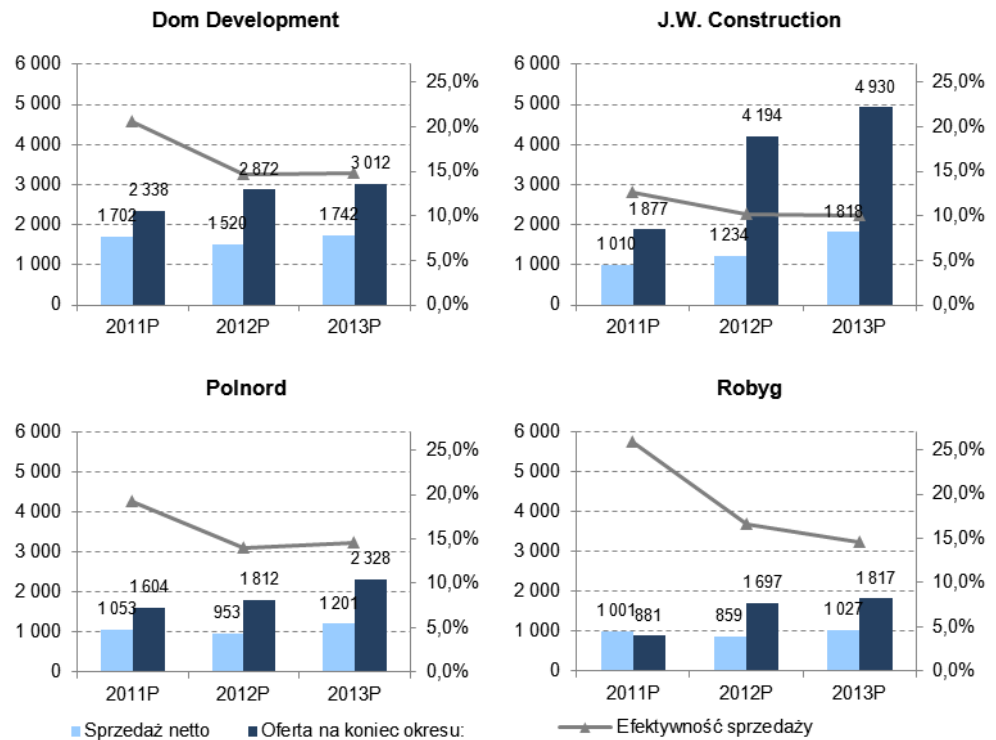
Spodziewamy się, że liczba sprzedanych mieszkań u analizowanych deweloperów spadnie w 2012 r. w podobnym stopniu jak rynek. Wyjątkiem powinno być J.W. Construction, w którym oferta wzrośnie bardzo gwałtownie i tym samym przełoży się na wzrost sprzedaży. Jeśli spółce uda się zrealizować plany, w ciągu najbliższych kilku kwartałów powiększy swoją ofertę mieszkań o nowe lokalizacje w Poznaniu, Gdyni i Katowicach. Sprzedaż JWC powinna również wzrosnąć w związku z rozpoczęciem sprzedaży w warszawskiej inwestycji przy ul. Kasprzaka, stąd oczekujemy 22% wzrostu liczby sprzedanych mieszkań w 2012 r. oraz 47% wzrostu w 2013 r. Mankamentem Spółki jest niska efektywność sprzedaży związana z uruchamianiem dużych etapów (nawet 1000 mieszkań jednocześnie). Oczekujemy, że w 2012 r. wyniesie ona ok. 10% po spadku z około 13% w tym roku.

Pozostałe spółki zanotują według nas spadek sprzedaży w 2012 r. (średnio o około 11% r/r). W ofercie Polnordu, Robyga i Dom Development podaż projektów w nowych lokalizacjach nie będzie tak istotna jak w J.W. Construction. Z nowych inwestycji w Dom Development spodziewamy się uruchomienia zaledwie jednego projektu w H1 2012 (Ostroroga) oraz dwóch etapów pod koniec 2012 r. (Grota i Harfowa). Podobna sytuacja występuje w Robygu. Sądzymy, że nowe inwestycje nie będą w stanie zrekompensować ogólnego trendu spadku tempa sprzedaży mieszkań. W Polnordzie w przyszłym roku powinno być więcej nowych projektów, jednak część oferty, dotyczącej inwestycji jednoetapowych, zniknie, dlatego prognozujemy spadek sprzedaży o 9% w 2012 r.

W Q2 2011 efektywność sprzedaży powyższych trzech spółek zawierała się w przedziale 16-22%, czyli wyraźnie powyżej średniej dla 6 największych rynków (14%). Uważamy, że również w przyszłości wspomniane spółki będą w stanie osiągnąć lepszą efektywność sprzedaży od rynku. Ich działalność jest skoncentrowana w segmencie popularnym, gdzie mieszkania sprzedają się szybciej. Oferty wycenianych deweloperów składają się w zdecydowanej większości z nowych projektów, które są dobrze dopasowane do aktualnych potrzeb klientów. Na rynku natomiast wciąż znajduje się sporo lokali o większej powierzchni, które sprzedają się powoli, stąd średnia rynkowa nie jest najlepszym benchmarkiem dla wycenianych spółek. Zakładamy, że w 2012 r. efektywność sprzedaży spadnie w Dom Development, Robygu i Polnordzie do 14-17%.

W H2 2013 r. oczekujemy poprawy na rynku mieszkaniowym. Zakładamy, że efektywność sprzedaży w całym 2013 r. utrzyma się średnio na poziomie 2012 r. Uruchomienie inwestycji w nowych lokalizacjach będzie równoznaczne ze wzrostem sprzedaży u deweloperów. Prognozujemy, że wzrośnie ona o 26% w Polnordzie i 15% w Dom Development i 20% w Robygu.

## Prognozy sprzedaży i oferty



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zwracamy uwagę na to, że nasze prognozy sprzedaży są dość konserwatywne. W 2012 r. u wszystkich deweloperów wzrośnie nie tylko sama oferta, ale również dywersyfikacja portfela inwestycji. Zakładamy gwałtowny spadek efektywności sprzedaży. W przypadku Robygu, który w 2011 r. powinien osiągnąć prawie 26% efektywność sprzedaży mieszkań, zakładamy jej spadek aż o 9 p.p. Nasze prognozy dla 6 największych miast w Polsce zakładają ok. 13% efektywność sprzedaży. Na przestrzeni ostatnich lat jedynie Q4 2008 oraz Q1 2009 były gorsze pod tym względem. W naszej próbie deweloperów szacujemy wzrost sprzedaży w 2011 r. o 20% przy jednoczesnym wzroście oferty na koniec roku o 9%. W przyszłym roku zakładamy spadek sprzedaży o 4% przy wzroście oferty o 58%.

### Zmiany w sprzedaży i ofercie\*

	2011P	2012P	2013P
Zmiana liczby sprzedanych mieszkań r/r	20%	-4%	27%
Zmiana wielkości oferty na koniec roku r/r	9%	58%	14%

Źródło: DI BRE Banku S.A., \* średnia dla Dom Development, J.W. Construction, Polnordu i Robygu

W naszych prognozach zakładamy, że impuls do spadku sprzedaży nadejdzie od strony banków, które implementując rekomendacje KNF ograniczą dostęp do kredytu mieszkaniowego. Nie zakładamy natomiast restrykcji banków w stosunku do firm deweloperskich. Oczekiwany spadek koniunktury w 2012 r. może zmniejszyć skłonność banków do finansowania nowych przedsięwzięć deweloperskich. W pierwszej kolejności wstrzymane byłyby inwestycje najmniejszych firm. Odbiłoby się to korzystnie na sprzedaży dużych deweloperów.

Sądzymy, że spowolnienie koniunktury sprzyja umocnieniu się pozycji najsilniejszych i najlepiej zarządzanych firm na rynku. Widać to na przykładzie Dom Development. U schyłku koniunktury (lipiec 2007-czerwiec 2008) Spółka miała 12,1% udział w rynku warszawskim. W ostatnich 3 kwartałach udział Dom Development w sprzedaży mieszkań w Warszawie wyniósł 14,0-16,6%.

### Spadek sprzedaży a wyniki finansowe

Spadek sprzedaży w przyszłym roku tylko częściowo odbije się na wynikach finansowych 2012 r. Wyniki J.W. Construction powinny ucierpieć najmocniej, gdyż przekazania mieszkań w największym stopniu będą się opierać na bieżącej sprzedaży. Wyniki 2012 r. w Robygu i Dom

Development bazują na sprzedaży tegorocznej, a efekt niższej sprzedaży zauważymy w zyskach 2013 r. W Polnordzie, ze względu na mniejszy udział segmentu mieszkaniowego w wynikach, spadek koniunktury nie powinien silnie odbić się na zyskach dewelopera. Ponadto, w przeciwieństwie do pozostałych spółek, w Polnordzie oczekujemy wzrostu marży na sprzedaży mieszkań (spadek udziału w sprzedaży nierentownych projektów z Łodzi i Sopotu).

### W długim terminie sprzedaż mieszkań wzrośnie

Długoterminowe perspektywy branży są naszym zdaniem dobre. Spodziewamy się, że w długim terminie sprzedaż mieszkań w większości analizowanych spółek będzie rosła. Skala działalności największych polskich deweloperów jest wciąż niewielka w porównaniu do firm działających na rozwiniętych rynkach. Rynek nowych mieszkań będzie w długim terminie rósł, a ponadto stwarza warunki do konsolidacji.

W naszych prognozach zakładamy wzrost liczby sprzedawanych mieszkań po 2013 r. o:

- 4% rocznie w Dom Development,
- 3% rocznie w Robygu i Polnordzie,
- 0% rocznie w J.W. Construction.

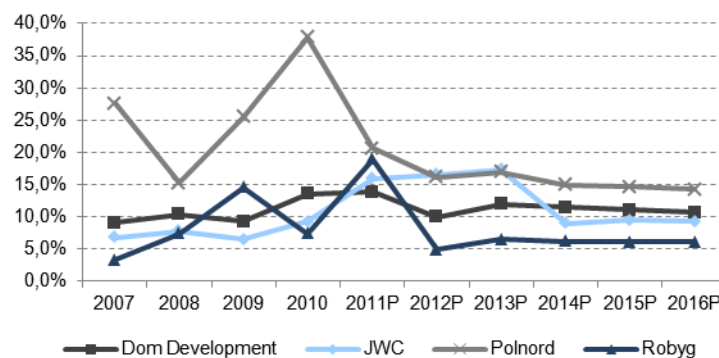
Dom Development jest liderem sektora. Spółka osiągnęła największy udział na najatrakcyjniejszym rynku w Polsce. Spółka nie eksperymentuje w innych segmentach rynku niż mieszkaniowy i szybko reaguje na zmiany rynkowe, stąd premia w stosunku do pozostałych Spółek z branży.

J.W. Construction zamierza w kolejnych latach coraz więcej inwestować w sektorze komercyjnym. Pomimo tego, Spółka ma bardzo ambitne plany dotyczące segmentu mieszkaniowego, czego efektem są nasze prognozy wzrostu sprzedaży mieszkań w latach 2012-2013. Z uwagi na wyższe ryzyko niezrealizowania naszych prognoz oraz plany ekspansji w sektorze komercyjnym, nie zakładamy wzrostu sprzedaży w J.W. Construction po 2013 r.

### Przewagi konkurencyjne Polnordu i Robyga

Największy potencjał wzrostu wartości widzimy w Robygu i Polnordzie. Źródło tworzenia tej wartości jest w obu spółkach odmienne. Atutem Robyga są niskie koszty ogólne prowadzonej działalności. Szacujemy, że już w 2012 r. SG&A spadną do około 6% wartości przychodów, podczas gdy u konkurencji wskaźnik ten utrzyma się między 9-14%. W prognozach założyliśmy, że koszty zarządu i sprzedaży będą rosły w Robygu szybciej niż w innych spółkach. Zgodnie z założeniami przyjętymi w modelu CAGR dla kosztów SG&A wynosi w latach 2012-2020 6,0%. CAGR dla pozostałych spółek wynosi: 1,5% (Polnord), 2,9% (Dom Development), 3,6% (JWC). Nawet przy takich założeniach Robyg jest w stanie utrzymać dużą konkurencyjność kosztową w stosunku do konkurencji.

### SG&A jako procent sprzedaży



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Drugą przewagą Robyga jest struktura oferty z większym udziałem atrakcyjnie zlokalizowanych mieszkań o podwyższonym standardzie i niewielkim metrażu. Z uwagi na niewielki metraż, mieszkania te sprzedają się w szybkim tempie, a dodatkowo ich cena jednostkowa jest wyższa niż u konkurencyjnych deweloperów. Sądzymy, że gdy zapisy Rekomendacji S wejdą w życie od stycznia 2012 r. sprzedaż mieszkań o podwyższonym standardzie może ucierpieć mniej niż sprzedaż w segmencie popularnym, gdzie nabywca jest wrażliwszy na wszelkie zmiany w sposobie liczenia zdolności kredytowej.

### Średnia wartość mieszkań w budowie oraz mieszkań planowanych do rozpoczęcia w latach 2011-2013 (tys. PLN)

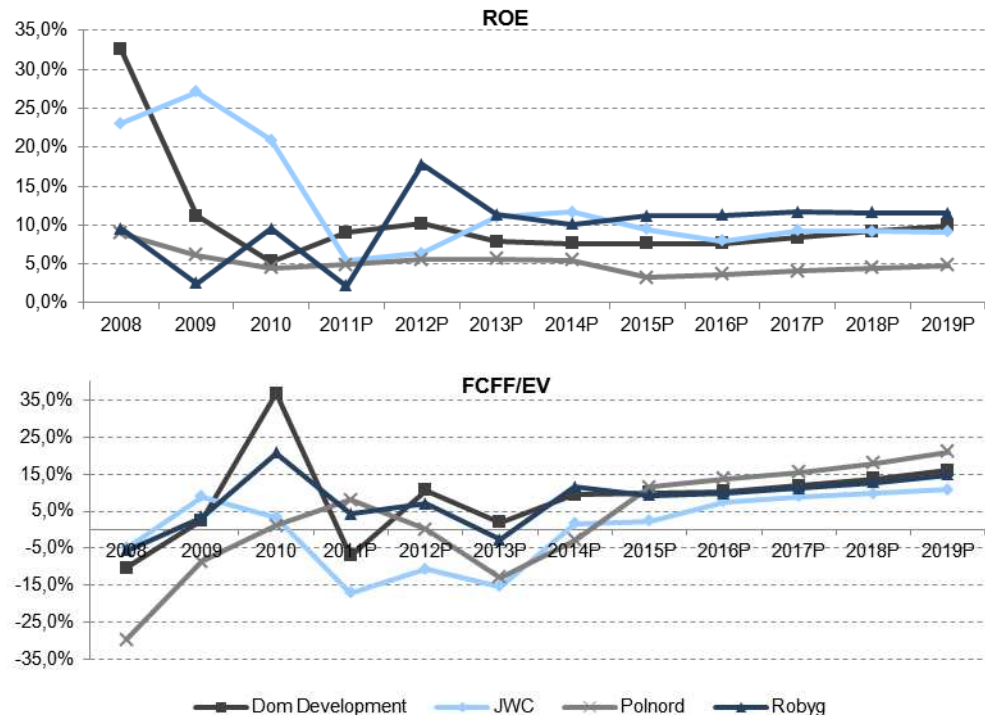


Źródło: DI BRE Banku S.A.

Utrzymując powyższą strukturę oferty i niskie koszty ogólne, Robyg na każdym sprzedanym mieszkaniu osiągnie wyższy przychód i zrealizuje wyższą marżę operacyjną. Wyniki sprzedaży za pierwsze półrocze 2011 są bardzo dobre na tle konkurentów. Po trzech kwartałach 2011 r. Robyg sprzedał więcej mieszkań niż JWC oraz o zaledwie 14 szt. mniej niż Polnord. Przyrost sprzedaży jest w Robygu najszybszy wśród analizowanych spółek (po trzech kwartałach 2011 wzrost o 95% r/r). Mimo to, w naszych prognozach zakładamy, że liczba sprzedawanych przez Robyga mieszkań będzie w długim terminie niższa niż w pozostałych wycenianych przez nas spółkach. Jest to założenie konserwatywne. Po statystykach sprzedaży w tym roku widać, że Robyg przy obecnej strukturze oferty i skali organizacji jest w stanie sprzedawać nie mniej mieszkań niż J.W. Construction czy Polnord.

Na załączonym poniżej wykresie widać, że przy naszych prognozach Robyg może regularnie osiągać wyższą rentowność kapitałów własnych od konkurentów. Jednocześnie widać, że najniższa rentowność kapitałów jest domeną Polnordu. Jest to zapewne jedna z przyczyn tak niskiej wyceny spółki na giełdzie i dyskonta do BV sięgającego obecnie 75%. Według nas ROE nie jest dobrym miernikiem potencjału Polnordu. Lepszym wskaźnikiem może być FCFF/EV, gdyż pokazuje poziom przepływów pieniężnych, które Polnord jest w stanie generować.

### Prognozy rentowności



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Chociaż aktywa Polnordu nie są źródłem znacznych przychodów, uważamy, że w kolejnych latach staną się istotnym źródłem gotówki. Na koniec Q2 2011 NAV Polnordu wyniósł 872 mln PLN. Jest to trzykrotnie wyższa wartość od obecnej wyceny rynkowej Spółki. Aktywa należące do segmentu komercyjnego (biura i CH Wilanów) są wycenione w Polnordzie na 224 mln PLN. Nieruchomości te dopiero zaczną generować przychody z czynszów, a co ważniejsze będą źródłem znacznej marży deweloperskiej. Ostrożnie szacując, marża do rozpoznania na centrum handlowym w Wilanowie w ciągu najbliższych trzech lat sięga 240 mln PLN. 353 mln PLN są warte zapasy mieszkaniowe (zakończone oraz mieszkania w toku), które w najbliższym czasie również będą źródłem zysków. Największym składnikiem aktywów są grunty (1 089 mln PLN). Na części z nich Spółka będzie budować mieszkania, reszta (ok. 680 mln PLN) może zostać sprzedana.

### NAV Polnordu

(mln PLN)

Grunty pod projekty	408,6
Grunty pozostałe	680,0
Biurowce (na obecnym etapie)	154,2
Mieszkania w toku	241,9
Mieszkania zakończone i pozostałe zapasy	110,6
Środki pieniężne*	159,7
Rzeczowe aktywa trwałe	17,6
CH Wilanów (wartość 50% udziałów w SPV)	69,6
Aktywa Finansowe	114,4
<b>Aktywa łatwo zbywalne**</b>	<b>1 956,6</b>
Zobowiązania całkowite	1 085,0
NAV	871,6
Liczba akcji (mln)	23,8
<b>NAV na akcję (PLN)</b>	<b>36,6</b>

Źródło: Polnord; \*łącznie z 101,5 mln PLN, które wpłynęło na konto Spółki w dn. 1.07.2011;\*\* oprócz powyżej wymienionych, łatwo zbywalnych aktywów, w bilansie Polnordu znajdują się aktywa o wartości 402 mln PLN, z czego 130 mln PLN stanowi wartość firmy

Część gruntów w bilansie jest przewartościowana i Polnord poniósłby stratę na ich sprzedaży. Realizacja inwestycji na drogo kupionych gruntach jest sposobem na ograniczenie strat (np. inwestycja City Park w Łodzi). Z drugiej strony, w bilansie Spółki znajdują się pozycje o znacznie wyższej wartości rynkowej, jak choćby grunty, które Polnord przekazał miastu pod budowę dróg. Ich wycena bilansowa stanowi ułamek wartości rynkowej, o czym mogliśmy się przekonać przy okazji czerwcowej sprzedaży wierzytelności z tytułu odszkodowania za drogi.

Uważamy, że w najbliższych latach Polnord będzie zbywał zbędne aktywa oraz stopniowo odzyskiwał gotówkę, którą miasto jest mu winne z tytułu przekazanych dróg. Zakładamy, że zapasy Polnordu spadną z obecnych 1 249 mln PLN do 776 mln PLN w 2019 r. Oznacza to 473 mln PLN gotówki, którą Polnord jest w stanie pozyskać, zmniejszając swój kapitał obrotowy (głównie sprzedając grunty w Warszawie, Poznaniu i Łodzi, lub też realizując na nich inwestycje). Nasze założenia przewidują stopniowe wycofywanie się Polnordu z istniejących zapasów, rozłożone w czasie na wiele lat. Nie wykluczone, że Spółka zdecyduje się zbyć działki w szybszym tempie.

Poziom zapasów jest niezwykle istotny z punktu widzenia waluacji spółki deweloperskiej. Nasze szacunki wskazują, że naturalny poziom zapasów dewelopera jest zbliżony do wartości rocznej sprzedaży mieszkań. Powyższy szacunek zakłada, że deweloper nabywa grunty średnio na realizację czteroetapowych inwestycji oraz realizuje je przez okres sześciu lat. Przy zakupie większych działek, zapasy powinny być odpowiednio wyższe, i odwrotnie, prowadzenie inwestycji na 1-2-etapowych gruntach wymagają zdecydowanie niższych zapasów. Nasze prognozy zakładają, że docelowy poziom zapasów w Dom Development, J.W. Construction i Robygu jest o 30% wyższy od rocznej sprzedaży w danym okresie, natomiast w Polnordzie założyliśmy poziom o 60% wyższy.

**Deweloperzy**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>29,4 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>36,4 PLN</b>
Kapitalizacja	0,72 mld PLN
Free float	0,19 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,66 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Dom Development B.V.	61,91%
Jarosław Szanajca	6,25%
Grzegorz Kielpisz	5,21%

Pozostali 26,63%

**Profil spółki**

Dom Development prowadzi działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym na terenie Warszawy. W Q1 2011 Spółka rozpoczęła budowę pierwszej inwestycji we Wrocławiu. Wcześniej spółka działała głównie w segmencie o podwyższonym standardzie, teraz zaś oferuje głównie mieszkania popularne.

**Ważne daty**

03.11 - publikacja raportu za Q3

# Dom Development Kupuj

DOM PW; DOMD.WA

(Wznowiona)

## W H2 powrót dobrych wyników

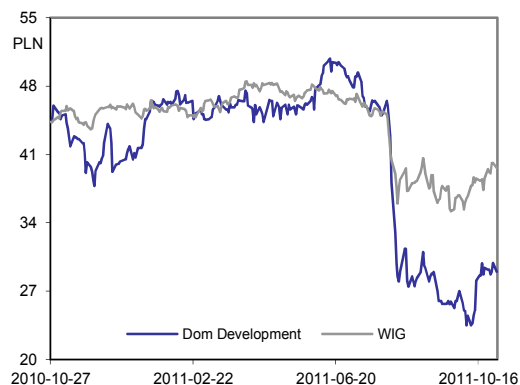
Bieżące projekty Dom Development są realizowane zgodnie z planem. Nie widzimy obecnie powodów do weryfikowania naszych wcześniejszych założeń, co do terminów realizacji projektów, których spodziewane ukończenie to 2011 i 2012 r. Obniżamy natomiast nasze prognozy odnośnie tempa sprzedaży oraz marż osiąganym na projektach rozpoczynanych w kolejnych latach. W ostatnim raporcie zakładaliśmy uruchomienie w H1 2012 trzech projektów na łącznie 600 mieszkań, tymczasem rozpoczęcie budowy mieszkań z działek zakupionych w 2011 r. rozpocznie się nie wcześniej niż w H2 2012. W całym 2011 r. zakładamy zakupy gruntów o łącznej wartości 280 mln PLN. Jest to mniejsza kwota niż 350 mln PLN, o których wspominał Zarząd. Dom Development wyróżnia się wyjątkowo dużą płynnością finansową oraz przejrzystością bilansu. Znaczny zasób gotówki sprawia, że spółka jest w stanie szybko reagować na zmiany zachodzące na rynku. W 2009 r. Spółka jako pierwsza wznowiła budowę mieszkań po kryzysie, dzięki czemu zaprezentuje bardzo dobre wyniki H2 2011. W przypadku negatywnego scenariusza dla gospodarki Dom Development jest również jedną z najbezpieczniejszych spółek w sektorze. Ustalamy cenę docelową akcji równą 36,4 PLN (24% potencjał wzrostu) i rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

**Atrakcyjny bank ziemi z dużym potencjałem do wzrostu**

Działka przy ul. Powązkowskiej powiększy najprawdopodobniej ofertę Dom Development na przełomie 2012 i 2013 r. Ponadto zakładamy, że mieszkania z zakupionych później dwóch mniejszych działek (Grota i Harfowa) trafią do sprzedaży w H2 2012. Rozpoznanie w wynikach powyższych inwestycji szacujemy dopiero na 2014 r. Nasze prognozy sprzedaży w latach 2011-2013 oraz przychodów w latach 2011-2014 prawie w całości opierają się na istniejącym banku ziemi, a należy pamiętać, że możliwości sfinansowania kolejnych gruntów w Dom Development są większe niż u konkurentów. Oznacza to, że nasze prognozy zysków na lata 2014+ są konserwatywne.

**Duża płynność finansowa**

Na koniec Q2 2011 Dom Development posiadał jedynie 154 mln PLN długu netto. Jest to niewielka wartość na tle konkurencji. Przy założonym przez nas tempie wzrostu działalności (4% wzrost liczby sprzedawanych mieszkań po 2013 r.) Spółka mogłaby wypłacać od 2014 r. 100% zysku w formie dywidendy (yield > 8%) i jednocześnie zachować bezpieczną pozycję gotówkową. W naszej prognozie zakładamy wypłatę dywidendy z 80% zysku począwszy od 2013 r. Przeznaczenie całości zysku na dywidendę dodałoby około 4% do wyceny Spółki.

**Kurs akcji Dom Development na tle WIG****Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	704,4	513,7	573,6	793,0	691,3
EBITDA	113,6	61,4	91,8	108,8	87,1
marża EBITDA	16,1%	12,0%	16,0%	13,7%	12,6%
EBIT	111,2	59,1	89,5	106,5	84,8
Zysk netto	80,2	40,4	72,3	86,1	68,5
P/E	9,0	17,9	10,0	8,4	10,5
P/CE	8,7	16,9	9,7	8,2	10,2
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,9	12,5	9,2	7,4	9,8
DYield	2,7%	2,7%	3,0%	6,0%	9,5%

## Plany spółki i charakterystyka projektów

### Inwestycja przy Powązkowskiej rozpocznie się późno

Zawarta w sierpniu warunkowa umowa nabycia działki przy ul. Powązkowskiej pozwoli Spółce zwiększyć skalę działania po lewej stronie Wisły. Za grunt o pow. 98,9 tys. mkw. Dom Development zapłacił ponad 168 mln PLN, co daje kwotę 1700 PLN na 1 mkw. gruntu. Przy planowanych 1650 mieszkaniach spodziewamy się 1600-1900 PLN na 1 mkw. PUM. W obecnych realiach rynkowych spółka prawdopodobnie nie miałaby problemu, by osiągnąć na tej inwestycji ponad 25% marżę. Problem w tym, że budowa pierwszego etapu rozpocznie się najprawdopodobniej w okolicach Q4 2012/Q1 2013. Kupno tak dużej działki w dzielnicy o bardzo szybko rosnącej konkurencji, zakładając półroczny okres przygotowywania inwestycji, wiąże się naszym zdaniem ze sporym ryzykiem. Z drugiej strony, dzięki tej transakcji Spółka zabezpiecza sobie grunty w bardzo atrakcyjnej lokalizacji Warszawy na przynajmniej 7-8 lat. Szacujemy, że pierwsze przychody w projekcie przy Powązkowskiej pojawią się w H2 2014 r.

### Saska 2 szybko nie wpłynie na wzrost oferty

W Q1 Spółka powiększyła swój bank ziemi o dodatkowy grunt przy inwestycji Saska. Nowa działka pozwoli na wybudowanie dodatkowych 615 mieszkań (łącznie w projektach Saska 1 i Saska 2 powstanie ok. 2150 mieszkań). W czerwcu tego roku rozpoczęto przekazania mieszkań z pierwszego etapu tej inwestycji. Budowa mieszkań na nowym gruncie rozpocznie się zapewne nie wcześniej niż w 2014 r. Saska jest bardzo udanym projektem. Mimo, że inwestycja znajduje się na prawym brzegu Wisły, dojazd do centrum Warszawy jest dobry. Marże na tej inwestycji powinny przekraczać 30%.

### Czy uda się wydać 350 mln PLN na zakup gruntów w 2011 r.?

Koszt zakupu działki na Pradze Pd. szacujemy na 40 mln PLN. Powązkowska to kolejne 170 mln PLN. Przy okazji wyników za Q2 2011 Spółka poinformowała o nabyciu dwóch mniejszych działek o łącznej cenie 25 mln PLN. Do zrealizowania planu wydatków na ten rok brakuje jeszcze ok. 115 mln PLN. Nie sądzimy, by Dom Development zdecydował się wydać całą tę kwotę. W naszych prognozach zakładamy zakup jeszcze w tym roku działek na łączną kwotę 45 mln PLN oraz uwzględnienie ich w ofercie w połowie 2013 r.

Konserwatywnie zakładamy, że dotychczasowe zakupy nie pozwolą na szybkie rozpoczęcie budów i wpłyną na wyniki najwcześniej w 2014 r. Przyjmujemy, że zyski z kolejnych tegorocznych zakupów również będą widocznie nie wcześniej niż w 2014 r. Możliwy jest jednak scenariusz zakupu gruntów, na których czas uruchomienia inwestycji wynosi 6-12 miesięcy. Zakończenie takiej inwestycji mogłoby nastąpić jeszcze w 2013 r. i podniosłoby nasze prognozy finansowe na ten rok.

Istotne będą lokalizacje nowych działek. Prawy brzeg Wisły, a w szczególności Białoleka i Praga Pd. są już silnie nasycone projektami Dom Development. Uruchomienie kolejnych inwestycji w tych dzielnicach mogłoby oznaczać spadek sprzedaży w obecnie prowadzonych projektach. Krokiem w kierunku dywersyfikacji portfela inwestycji byłyby lokalizacje na południe od Centrum lub grunty we Wrocławiu, gdzie Spółka prowadzi już jeden projekt i nabyła grunty pod drugi. Pozyskanie nowych lokalizacji przyczyniłoby się do podniesienia naszych prognoz sprzedaży w przyszłości.

### Co zrobić z nadmiarem gotówki?

Na koniec Q2 2011 Spółka miała 154 mln PLN długu netto. Przy założeniu wspomnianych już wydatków na nowe grunty, dług netto do kapitałów własnych może wynieść na koniec 2011 r. ok. 27%, co jest wciąż bardzo bezpiecznym poziomem. Jeśli zgodnie z naszymi oczekiwaniami, rynek w najbliższych kwartałach nie pozwoli na znaczne inwestycje w nowe projekty mieszkaniowe i wzrost skali działalności, Spółka byłaby w stanie przeznaczyć większą część zysku na dywidendę. Na razie zarówno pomysły ekspansji, dywersyfikacji działalności, czy wzrostu wielkości wypłacanej dywidendy nie padły z ust Zarządu. Na potrzeby wyceny zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 80% zysku netto począwszy od 2013 r.

## Wyniki Q2 2011

### Więcej przekazanych mieszkań. Lepsza rentowność.

Przychody na poziomie 146 mln PLN w Q2 2011 wskazują na to, że spółka przekazała więcej niż 290 mieszkań, których się spodziewaliśmy. Wyższa była też marża brutto na sprzedaży (32,3% vs. prognoza: 30,9%). Wyraźnie wyższe okazały się koszty ogólne (+16% q/q). Mimo, że koszty ogólnego zarządu zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrosły w stosunku do

poprzedniego kwartału to spodziewaliśmy się jednocześnie spadku kosztów sprzedaży, które historycznie spadały w drugim kwartale roku. Tymczasem nastąpił ich wzrost (+13,8%). Możliwe, że duża liczba przekazanych w Q2 mieszkań przyczyniła się istotnego wzrostu kosztów sprzedaży. Oczekujemy, że H2 2011 przyniesie jednak spadek kosztów sprzedaży w stosunku do H1 2011. W całym 2011 r. zakładamy ich wzrost o 23,5% r/r. Wynik z działalności finansowej zgodnie z oczekiwaniami wyniósł -0,3 mln PLN. Ostatecznie zysk netto w Q2 wyniósł 19,4 mln PLN i był wyższy od naszych prognoz i konsensusu o odpowiednio 38% i 32%.

W wynikach Spółki pozytywnie oceniamy przede wszystkim marżę uzyskaną na sprzedaży mieszkań. Uwagę zwraca spadek gotówki z 407,7 mln PLN na koniec Q1 do 228 mln PLN na koniec Q2. Przyczyną tego jest zabezpieczenie gotówki pod transakcję nabycia gruntu przy ul. Powązkowskiej (168 mln PLN).

## Wyniki Q2 2011 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2011	Q2 2011P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	146,0	117,3	24,5%	138,3	5,6%	142,8	2,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	47,2	36,2	30,2%	-	-	37,8	25,0%
Marża %	32,3%	30,9%	-	-	-	26,4%	-
EBIT	23,9	17,4	37,7%	18,7	27,8%	19,1	25,3%
Marża %	16,4%	14,8%	-	13,5%	-	13,4%	-
Zysk brutto	23,6	17,3	36,3%	-	-	16,7	41,7%
Marża %	16,2%	14,8%	-	-	-	11,7%	-
Zysk netto	19,4	14,0	37,8%	14,7	31,7%	13,2	46,9%
Marża %	13,3%	12,0%	-	10,6%	-	9,2%	-

Źródło: DI BRE Banku, Dom Development

## Prognozy finansowe

### Zyski w starych projektach pochodzą z Grzybowskiej

Według naszych szacunków na koniec Q2 2011 w starych projektach Dom Development były do rozpoznania mieszkania o wartości prawie 204 mln PLN. Ponad 80% tej kwoty stanowią apartamenty przy ul. Grzybowskiej. Ich sprzedaż następuje stosunkowo wolno, lecz spółka niechętnie obniża cenę. Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku Dom Development sprzeda 25 lokali w tym projekcie natomiast w przyszłym roku będzie sprzedawać około 16 lokali kwartalnie.

### Parametry projektów zakończonych (tylko stare projekty)

Projekt	Lokale				Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	Do rozpoznania w wynikach*		
	PUM	Pow. jedn.	Liczba	Oddane*				Przychód	Koszt	Zysk
Patria 1 i 2	29 900	124	242	242	5 291	9 000	41%	0,0	0,0	0,0
Bruna	19 400	79	247	247	6 408	9 500	33%	0,0	0,0	0,0
Regaty 1,2	21 450	55	390	386	4 233	5 100	17%	1,1	0,9	0,2
Derby 13	10 400	60	174	161	4 675	5 600	17%	4,4	3,6	0,7
Róża Wiatrów	12 000	65	184	173	5 095	6 300	19%	4,5	3,7	0,9
Derby 16	15 500	56	276	275	4 675	5 600	17%	0,3	0,3	0,1
Grzybowska	33 900	118	287	180	10 147	13 600	25%	171,9	128,2	43,6
Laguna 2	4 900	188	26	24	5 006	5 200	4%	1,5	1,5	0,1
Regaty 2 etap 9	15 400	175	88	60	3 754	3 900	4%	19,1	18,4	0,7
Olbrachta 1 i 2	28 000	63	448	447	5 475	7 200	24%	0,5	0,3	0,1
Zawiszy 1 i 2	25 500	72	355	353	4 937	7 500	34%	1,1	0,7	0,4
<b>Suma</b>	<b>216 350</b>	<b>80</b>	<b>2717</b>	<b>2 548</b>				<b>204,4</b>	<b>157,6</b>	<b>46,7</b>

Źródło: DI BRE Banku; Dom Development; \*szacunki na koniec Q2 2011

Oprócz projektu przy ul. Grzybowskiej, praktycznie wszystkie mieszkania przekazywane w 2011 r. będą pochodzić z projektów rozpoczętych po okresie kryzysu. Dom Development wznowił realizację projektów w Q4 2009, w każdym kolejnym kwartale uruchamiając 2-4 etapy. Dzięki temu w 2011 r. spółka rozpocznie przekazania łącznie z 8 etapów w 5 inwestycjach.

W 2011 r. spodziewamy się wysokiej marży brutto na sprzedaży (30%), prawie w całości wypracowanej na projektach zakończonych na Białołęce i Pradze Pd. W 2012 r. rozpoczną się przekazania w projektach Wilno, Przy Ratuszu, Akropol, Opera 2 i Oaza. Zakładamy, że niskie

marże z projektów Wilno, Przy Ratuszu oraz Oaza spowodują spadek średniej marży do poziomu 24% w 2012 r.

### Prognozy wyników finansowych Dom Development w poszczególnych projektach

Inwestycja	Przychody			Zysk brutto ze sprzedaży			Marża %		
	H2 11P	2012P	2013P	H2 11P	2012P	2013P	H2 11P	2012P	2013P
<b>Prawy brzeg Wisły</b>									
Regaty	46,3	44,6	44,2	14,3	13,4	12,1	31%	30%	27%
Derby	43,4	59,3	38,7	14,6	20,2	13,9	34%	34%	36%
Klasyków	24,4	60,9	56,7	6,0	15,7	13,7	25%	26%	24%
Saska 1 i 2	157,2	109,0	125,1	53,6	38,3	43,0	34%	35%	34%
Adria	79,0	72,8	81,3	18,8	16,0	16,1	24%	22%	20%
Wilno	0,0	79,9	51,1	0,0	12,3	6,7	-	15%	13%
Akacje	0,0	0,0	58,4	0,0	0,0	12,9	-	-	22%
<b>Lewy brzeg Wisły</b>									
Przy Ratuszu	0,0	143,3	15,9	0,0	14,3	1,6	-	10%	-
Akropol	0,0	53,8	80,7	0,0	14,0	21,1	-	26%	26%
Opera 2	0,0	35,6	10,6	0,0	18,8	5,6	-	53%	53%
Ostroroga	0,0	0,0	57,6	0,0	0,0	16,2	-	-	28%
Powązkowska	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Nowe Projekty + Harfowa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
<b>Wrocław</b>									
Oaza	0,0	17,4	40,0	0,0	0,5	0,7	-	3%	2%
Grota	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Projekty zakończone	57,1	116,4	30,8	13,3	26,0	7,3	23%	22%	-
<b>Suma</b>	<b>407,4</b>	<b>793,0</b>	<b>691,3</b>	<b>120,6</b>	<b>189,7</b>	<b>170,9</b>	<b>30%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>

Źródło: DI BRE Banku

Nie spodziewamy się utrzymania tak wysokich marż w kolejnych latach. Negatywny wpływ na marże będą miały prognozowany wzrost kosztów budowy przy jednoczesnym spadku średniej ceny mkw. mieszkania. Szczegóły odnośnie kosztów i cen sprzedaży w kolejnych etapach przedstawia tabela poniżej.

**Parametry projektów Dom Development**

Projekt	Start	Koniec	Lokale		Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	
			PUM	Liczba				
Derby 9	Q4 2009	06.2011	12 950	258	50	3 408	5 600	39%
Saska E1 F1	Q4 2009	06.2011	19 800	325	61	4 850	7 300	34%
Regaty E4	Q1 2010	08.2011	11 110	202	55	3 386	4 900	31%
Klasyków E1	Q1 2010	06.2011	8 775	135	65	4 517	6 000	25%
Adria E1	Q1 2010	10.2011	15 488	256	61	5 185	6 800	24%
Saska E1 F2	Q1 2010	11.2011	8 947	145	62	4 532	7 000	35%
Derby 20	Q2 2010	11.2011	4 350	90	48	3 471	5 300	35%
Derby 11	Q2 2010	11.2011	4 100	87	47	4 074	5 500	26%
Wilno E1 F1	Q4 2010	01.2012	7 150	130	55	4 885	5 800	16%
Wilno E1 F2	Q4 2010	07.2012	4 620	84	55	4 885	5 800	16%
Przy Ratuszu	Q3 2010	06.2012	24 500	465	53	5 852	6 500	10%
Regaty E5	Q3 2010	Q1 2012	9 300	180	52	3 439	4 900	30%
Klasyków E3	Q3 2010	05.2012	11 600	187	62	4 445	6 000	26%
Opera 2	Q1 2011	Q2 2012	2 100	11	191	10 356	22 000	53%
Saska E2 F1	Q4 2010	08.2012	11 381	190	60	4 529	7 000	35%
Derby 14 E1	Q1 2011	07.2012	9 570	174	55	3 437	5 300	35%
Adria E2	Q1 2011	10.2012	13 667	230	59	5 373	6 800	21%
Oaza E1 F1	Q1 2011	10.2012	6 000	116	52	5 645	5 800	3%
Saska E2 F2	Q1 2011	Q4 2012	8 352	144	58	4 529	7 000	35%
<b>W budowie</b>			<b>178 134</b>	<b>3174</b>	<b>56</b>			<b>25%</b>
Akropol	05.2011	11.2012	19 500	366	53	5 099	6 900	26%
Wilno E2 F1	05.2011	10.2012	6 400	117	55	4 964	5 800	14%
Regaty E6	Q3 2011	Q1 2013	8 500	160	53	3 555	4 850	27%
Derby 14 E2	Q1 2012	Q3 2013	8 250	150	55	3 535	5 600	37%
Akacje 7 F1	Q3 2011	Q1 2013	12 500	230	54	4 288	5 500	22%
Saska E2 F3	Q4 2011	Q2 2013	6 090	105	58	4 632	7 150	35%
Oaza E1 F2	Q4 2011	Q2 2013	6 000	130	46	5 748	5 800	1%
Klasyków E2	Q4 2011	Q2 2013	10 980	180	61	4 589	6 000	24%
Saska E3 F1	Q1 2012	Q3 2013	12 180	210	58	4 792	7 150	33%
<b>Start 2011</b>			<b>44 070</b>	<b>805</b>	<b>55</b>			<b>23%</b>
Ostroroga	01.2012	Q4 2013	16 000	289	55	5 171	7 200	28%
Adria E3	Q1 2012	Q3 2013	9 500	170	56	5 448	6 664	18%
Wilno E2 F2	Q1 2012	Q3 2013	8 200	150	55	5 037	5 684	11%
Derby 14 E3	Q4 2012	Q2 2014	11 000	200	55	3 601	5 488	34%
Regaty 2 E8	Q3 2012	Q1 2014	11 000	206	53	3 622	4 753	24%
Oaza E1 F3	Q3 2012	Q1 2014	6 000	130	46	5 819	5 684	-2%
Akacje 7 F2	Q3 2012	Q1 2014	12 500	230	54	4 362	5 390	19%
Saska E3 F2	Q4 2012	Q3 2014	11 000	200	55	4 867	7 007	31%
Wilno E3 F1	Q4 2012	Q2 2014	8 200	150	55	5 041	5 684	11%
Grota E1	Q4 2012	Q2 2014	9 000	170	53	4 465	5 900	24%
Harfowa	Q3 2012	Q2 2014	4 800	88	55	5 385	7 500	28%
<b>Start 2012</b>			<b>127 630</b>	<b>2 343</b>	<b>54</b>			<b>24%</b>
Powązkowska E1	Q1 2013	Q3 2014	11 000	210	52	5 689	7 500	24%
Klasyków E4	Q1 2013	Q3 2014	10 100	193	52	4 705	6 000	22%
Derby 14 E4	Q4 2013	Q2 2015	9 000	170	53	3 755	5 488	32%
Oaza E2	Q2 2013	Q4 2014	5 750	110	52	5 926	5 684	-4%
Saska E3 F3	Q3 2013	Q2 2015	11 000	199	55	5 004	7 007	29%
Akacje 7 F3	Q3 2013	Q1 2015	12 500	230	54	4 511	5 390	16%
Wilno E3 F2	Q4 2013	Q2 2015	8 200	150	55	5 171	5 684	9%
Grota E2	Q4 2013	Q2 2015	9 000	171	53	4 569	5 900	23%
Nowe Projekty	Q2 2013	Q1 2015	24 000	450	53	5 082	6 000	15%
<b>Start 2013</b>			<b>100 550</b>	<b>1 883</b>	<b>53</b>			<b>19%</b>

*Źródło: DI BRE Banku; Dom Development*

### Efektywność sprzedaży

W H1 2011 efektywność sprzedaży w Dom Development spadła do ok. 21% (średnia w 2010 r. to ponad 24%). W kolejnych latach zakładamy efektywność sprzedaży na poziomie prawie 15%. Takie tempo sprzedaży implikuje sprzedaż ok. 380 mieszkań kwartalnie w 2012 r. i 435 mieszkań w roku 2013.

### Prognozy wyników sprzedaży

	H1 2011	2011P	2012P	2013P
Sprzedaż netto	826	1 702	1 520	1 742
Oferta na koniec okresu	2 120	2 338	2 872	3 012
Efektywność sprzedaży	20,7%	20,5%	14,6%	14,8%

Źródło: DI BRE Banku

### Prognozy zapasów

Tegoroczne zakupy gruntów znacząco zwiększą poziom zapasów na koniec 2011 r. W latach 2012-2013 oczekujemy niższych wydatków na ten cel, a w związku z tym nieznacznego spadku zapasów.

### Prognozy zapasów

	Q2 2011	H2 11P	2012P	2013P
Zapasy na początek okresu		1 313,2	1 474,1	1 390,3
Zmiana stanu zapasów gotowych i w budowie		-79,1	-183,7	-85,3
Zakupy gruntów		240,0	100,0	100,0
<b>Zapasy na koniec okresu</b>	<b>1 313,2</b>	<b>1 474,1</b>	<b>1 390,3</b>	<b>1 405,0</b>

Źródło: DI BRE Banku

## Wycena akcji

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 36,4 PLN jest 24% wyższa od wartości rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

### Wycena akcji

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	34,3	90%
Wycena metodą porównawczą	28,6	10%
Średnia	33,7	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>36,4</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji metodą porównawczą

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/BV, P/E oraz EV/EBITDA w horyzoncie 2011-2013. Wszystkim wskaźnikom i okresom przyznaliśmy jednakowe wagi. Zwracamy uwagę, że u deweloperów wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony na tle innych branż, gdyż znaczna część kosztów finansowych jest księgowana w kosztach własnych sprzedaży.

### Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
J.W. Construction	0,81	0,76	0,68	15,4	12,2	6,5	13,8	13,4	12,1
Polnord*	0,27	0,26	0,25	5,6	4,7	4,5	10,1	8,4	9,6
Robyg	0,77	0,65	0,63	34,7	4,0	5,6	60,6	5,5	8,2
<b>Mediana</b>	<b>0,77</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>15,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>13,8</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>
<b>Dom Development</b>	<b>0,88</b>	<b>0,83</b>	<b>0,83</b>	<b>10,0</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>
Premia (dyskonto)	14,3%	27,4%	32,8%	-35,0%	77,8%	87,1%	-33,4%	-12,1%	2,5%
Wycena 1 akcji (PLN)	25,7	23,1	22,1	45,3	16,5	15,7	46,6	33,9	28,5
Waga wskaźnika	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
<b>Ważona wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>28,6</b>								

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

### Wycena akcji metodą DCF

#### Założenia modelu DCF

- Spadek cen mieszkań o 2% w 2012 r. oraz wzrost ich cen o 3% od 2014 r.
- Wzrost kosztów budowy mieszkań o 2% w 2012 r. oraz 3% od 2013 r.
- Docelowy poziom zapasów w 2019 r. równy 130% przychodów ze sprzedaży (poziom ujednoczony dla wszystkich deweloperów oprócz Polnordu, dla którego przyjęliśmy 160%).
- Przekazanie 2000 mieszkań w 2014 r. oraz wzrost liczby przekazania o 4% w kolejnych latach.
- Wzrost ceny jednostkowej mieszkania w tempie 3% od 2014 r.
- Od 2014 r. stopniowy spadek marży brutto na sprzedaży; stabilizacja marży na poziomie 21% od 2016 r.
- Wydatki na grunty w wysokości 280 mln PLN w 2011 r., 100 mln PLN w 2012 i 2013 r.

## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>573,6</b>	<b>793,0</b>	<b>691,3</b>	<b>747,4</b>	<b>800,6</b>	<b>857,6</b>	<b>918,7</b>	<b>984,1</b>	<b>1 054,1</b>	<b>1 129,2</b>	
zmiana	11,7%	38,3%	-12,8%	8,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>91,8</b>	<b>108,8</b>	<b>87,1</b>	<b>84,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,8</b>	<b>96,6</b>	<b>107,2</b>	<b>118,7</b>	<b>131,1</b>	
marża EBITDA	16,0%	13,7%	12,6%	11,3%	10,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,3%	11,6%	
Amortyzacja	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
<b>EBIT</b>	<b>89,5</b>	<b>106,5</b>	<b>84,8</b>	<b>82,4</b>	<b>83,5</b>	<b>84,5</b>	<b>94,3</b>	<b>104,9</b>	<b>116,4</b>	<b>128,8</b>	
marża EBIT	15,6%	13,4%	12,3%	11,0%	10,4%	9,9%	10,3%	10,7%	11,0%	11,4%	
Opodatkowanie EBIT	17,0	20,2	16,1	15,7	15,9	16,1	17,9	19,9	22,1	24,5	
<b>NOPLAT</b>	<b>72,5</b>	<b>86,2</b>	<b>68,7</b>	<b>66,8</b>	<b>67,6</b>	<b>68,5</b>	<b>76,4</b>	<b>85,0</b>	<b>94,3</b>	<b>104,3</b>	
CAPEX	-2,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	
Kapitał obrotowy	-129,4	-3,1	-52,1	10,4	10,5	10,7	10,9	11,0	11,2	-5,5	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-57,5</b>	<b>83,2</b>	<b>16,6</b>	<b>77,1</b>	<b>78,2</b>	<b>79,2</b>	<b>87,3</b>	<b>96,0</b>	<b>105,5</b>	<b>98,8</b>	<b>101,8</b>
WACC	10,2%	10,3%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,6%	10,8%	10,8%	10,6%	
współczynnik dyskonta	98,4%	89,2%	81,0%	73,5%	66,6%	60,3%	54,5%	49,2%	44,4%	40,2%	
PV FCF	-56,6	74,2	13,4	56,7	52,1	47,8	47,6	47,3	46,9	39,7	
<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,6%</b>	
Koszt długu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,6%	
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	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	14%	10%	16%	14%	11%	8%	4%	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)			1 339,6								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			538,1								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			368,9								
Wartość firmy (EV)			906,9								
Dług netto			43,2								
Udziałowcy mniejszościowi			-0,1								
Wypłacona dywidenda			22,1								
Wartość firmy			841,8								
liczba akcji			24,6								
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>			<b>34,3</b>								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,0%								
<b>Cena docelowa</b>			<b>37,0</b>								
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej			11,2								
P/E('11) dla ceny docelowej			12,6								
Udział TV w EV			59%								

## Analiza wrażliwości

## Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	34,3	35,7	37,3	39,1	41,1
WACC -0,5pp	34,2	35,6	37,1	38,9	41,0
WACC	34,1	35,4	<b>37,0</b>	38,8	40,9
WACC +0,5pp	33,9	35,3	36,9	38,7	40,7
WACC +1,0pp	33,8	35,2	36,8	38,5	40,6

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>878,8</b>	<b>883,7</b>	<b>704,4</b>	<b>513,7</b>	<b>573,6</b>	<b>793,0</b>	<b>691,3</b>
<i>zmiana</i>	20,4%	0,6%	-20,3%	-27,1%	11,7%	38,3%	-12,8%
Koszt własny sprzedaży	-545,7	-506,7	-508,1	-384,1	-401,7	-603,3	-520,4
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>333,1</b>	<b>377,0</b>	<b>196,3</b>	<b>129,5</b>	<b>171,9</b>	<b>189,7</b>	<b>170,9</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	37,9%	42,7%	27,9%	25,2%	30,0%	23,9%	24,7%
Koszty sprzedaży	-22,4	-30,0	-22,3	-26,3	-32,4	-30,8	-32,6
Koszty ogólnego zarządu	-57,7	-61,9	-43,1	-43,1	-47,3	-48,7	-50,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-12,1	-11,5	-19,7	-1,0	-2,7	-3,7	-3,3
<b>EBIT</b>	<b>241,0</b>	<b>273,5</b>	<b>111,2</b>	<b>59,1</b>	<b>89,5</b>	<b>106,5</b>	<b>84,8</b>
<i>zmiana</i>	46,1%	13,5%	-59,4%	-46,9%	51,5%	19,0%	-20,3%
<i>marża EBIT</i>	27,4%	31,0%	15,8%	11,5%	15,6%	13,4%	12,3%
Wynik na działalności finansowej	9,4	7,2	-10,4	-8,0	-0,4	-0,1	-0,3
<b>Zysk brutto</b>	<b>250,4</b>	<b>280,8</b>	<b>100,8</b>	<b>51,1</b>	<b>89,1</b>	<b>106,3</b>	<b>84,5</b>
Podatek dochodowy	-49,7	-56,5	-20,5	-10,6	-17,3	-20,2	-16,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>200,6</b>	<b>224,3</b>	<b>80,2</b>	<b>40,4</b>	<b>72,3</b>	<b>86,1</b>	<b>68,5</b>
<i>zmiana</i>	48,4%	11,8%	-64,2%	-49,6%	79,0%	19,1%	-20,5%
<i>marża</i>	22,8%	25,4%	11,4%	7,9%	12,6%	10,9%	9,9%
Amortyzacja	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
<b>EBITDA</b>	<b>243,2</b>	<b>275,9</b>	<b>113,6</b>	<b>61,4</b>	<b>91,8</b>	<b>108,8</b>	<b>87,1</b>
<i>zmiana</i>	46,0%	13,5%	-58,8%	-45,9%	49,4%	18,5%	-19,9%
<i>marża EBITDA</i>	27,7%	31,2%	16,1%	12,0%	16,0%	13,7%	12,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
EPS	8,2	9,1	3,3	1,6	2,9	3,5	2,8
CEPS	8,3	9,2	3,4	1,7	3,0	3,6	2,9
ROAE	33,8%	32,5%	11,2%	5,3%	9,0%	10,2%	7,9%
ROAA	18,4%	14,9%	4,8%	2,5%	4,2%	4,9%	4,0%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 252,1</b>	<b>1 764,6</b>	<b>1 578,3</b>	<b>1 623,7</b>	<b>1 793,0</b>	<b>1 749,9</b>	<b>1 713,0</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>21,9</b>	<b>20,9</b>	<b>9,7</b>	<b>22,9</b>	<b>22,4</b>	<b>22,4</b>	<b>22,4</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	6,5	6,8	5,5	4,6	5,0	5,0	5,0
WNiP	0,7	1,4	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych	1,0	1,1	1,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	10,6	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	3,0	3,3	2,5	15,8	16,3	16,3	16,3
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 230,2</b>	<b>1 743,7</b>	<b>1 568,6</b>	<b>1 600,8</b>	<b>1 770,6</b>	<b>1 727,5</b>	<b>1 690,6</b>
Zapasy	862,4	1 458,1	1 305,1	1 119,0	1 474,1	1 390,3	1 405,0
Należności	65,9	55,5	27,7	43,8	33,0	34,0	35,0
Pozostałe aktywa obrotowe	26,4	6,3	5,0	3,4	3,3	3,3	3,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	275,5	223,7	230,8	434,7	260,2	299,8	247,3
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 252,1</b>	<b>1 764,6</b>	<b>1 578,3</b>	<b>1 623,7</b>	<b>1 793,0</b>	<b>1 749,9</b>	<b>1 713,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>696,1</b>	<b>683,5</b>	<b>748,8</b>	<b>773,5</b>	<b>825,0</b>	<b>867,7</b>	<b>867,3</b>
Kapitał mniejszości	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>330,4</b>	<b>462,9</b>	<b>415,2</b>	<b>414,6</b>	<b>391,6</b>	<b>391,6</b>	<b>391,6</b>
Pożyczki i kredyty, obligacje	241,8	433,3	384,9	377,3	332,3	332,3	332,3
Rezerwy i inne	88,6	29,6	30,3	37,3	59,3	59,3	59,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>225,5</b>	<b>618,4</b>	<b>414,4</b>	<b>435,8</b>	<b>577,0</b>	<b>491,2</b>	<b>454,7</b>
Pożyczki i kredyty, obligacje	37,0	62,5	134,2	100,5	49,6	49,6	49,6
Zobowiązania wobec dostawców	121,0	145,5	114,3	134,3	201,6	207,7	213,9
Przychody przyszłych okresów	49,0	388,8	146,3	195,1	322,0	230,2	187,5
Inne	18,5	21,6	19,6	5,8	3,7	3,7	3,7
Dług	278,8	495,8	519,2	477,9	381,9	381,9	381,9
Dług netto	3,3	272,1	288,3	43,2	121,7	82,1	134,6
(Dług netto / Kapitał własny)	0,5%	39,8%	38,5%	5,6%	14,8%	9,5%	15,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	1,0	2,5	0,7	1,3	-	-
<b>BVPS</b>	<b>28,3</b>	<b>27,8</b>	<b>30,5</b>	<b>31,5</b>	<b>33,6</b>	<b>35,3</b>	<b>35,3</b>

## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-22,3</b>	<b>-107,2</b>	<b>4,6</b>	<b>267,2</b>	<b>-55,5</b>	<b>85,5</b>	<b>18,9</b>
Zysk brutto	250,4	280,8	100,8	51,1	89,1	106,3	84,5
Amortyzacja	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Kapitał obrotowy	-279,7	-320,8	-67,2	226,7	-129,4	-3,1	-52,1
Pozostałe	4,8	-69,6	-31,4	-12,9	-17,5	-20,1	-15,8
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>
CAPEX	-3,6	-3,5	-0,7	-1,5	-2,9	-2,3	-2,3
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,2	0,0	1,7	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>73,9</b>	<b>166,7</b>	<b>3,1</b>	<b>-61,9</b>	<b>-117,8</b>	<b>-43,5</b>	<b>-69,2</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	77,6	216,8	22,9	-42,1	-95,9	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-3,7	-50,1	-19,6	-19,6	-22,0	-43,4	-68,9
Pozostałe	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,3
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>48,0</b>	<b>56,0</b>	<b>7,2</b>	<b>203,8</b>	<b>-174,5</b>	<b>39,7</b>	<b>-52,5</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	275,5	223,7	230,8	434,7	260,2	299,8	247,3
DPS (PLN)	0,2	2,0	0,8	0,8	0,9	1,8	2,8
FCF	-85,9	-100,3	24,6	275,4	-57,5	83,2	16,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	0,4%	0,1%	0,3%	0,5%	0,3%	0,3%

## Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	3,6	3,2	9,0	17,9	10,0	8,4	10,5
P/CE	3,6	3,2	8,7	16,9	9,7	8,2	10,2
P/BV	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	0,8	0,8	1,0	1,4	1,3	0,9	1,0
FCF/EV	-11,8%	-10,1%	2,4%	36,0%	-6,8%	10,3%	1,9%
EV/EBITDA	3,0	3,6	8,9	12,5	9,2	7,4	9,8
EV/EBIT	3,0	3,6	9,1	13,0	9,4	7,5	10,1
EV/S	0,8	1,1	1,4	1,5	1,5	1,0	1,2
DYield	0,5%	6,9%	2,7%	2,7%	3,0%	6,0%	9,5%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>29,4</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
MC (mln PLN)	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7
EV (mln PLN)	725,4	994,0	1 010,2	765,1	843,1	803,5	856,0

**Deweloperzy**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>7,3 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>7,6 PLN</b>
Kapitalizacja	0,39 mld PLN
Free float	0,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,70 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

EHT S.A.	34,34%
Józef Wojciechowski	28,39%
Pioneer Pekao TFI	10,00%

Pozostali 27,27%

**Profil spółki**

Historycznie spółka prowadziła działalność głównie w segmencie mieszkaniowym na terenie Aglomeracji Warszawskiej. Obecnie coraz większą rolę zyskują inne miasta Polski. Firma rozpoczęła także działalność w segmencie komercyjnym., który będzie w przyszłości zyskiwać na znaczeniu. J.W. Construction prowadzi także sieć hoteli, posiada firmę budowlaną i TBS.

**Ważne daty**

09.11 - publikacja raportu za Q3

# J.W. Construction Trzymaj

JWC.PW; JWCA.WA

(Wznowiona)

## Ambitne projekty obarczone ryzykiem

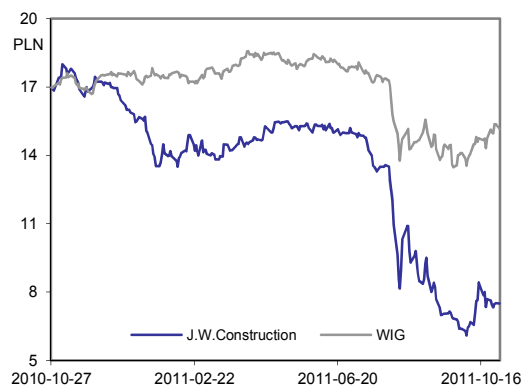
Od czasu ostatniego raportu Spółka informowała o zawarciu przedwstępnej umowy kupna działki na warszawskiej Woli, na której planuje budowę 3000 mieszkań oraz 72 tys. mkw. powierzchni biurowej. Uważamy, że z powyższą inwestycją związane jest duże ryzyko finansowe. J.W. Construction ma obecnie najwyższe wskaźniki zadłużenia wśród analizowanych deweloperów (dług netto do kapitałów własnych równy 1,1). Sądzymy, że prawdopodobnym scenariuszem jest sprzedaż połowy udziałów w części biurowej inwestycji. Dzięki takiemu rozwiązaniu, Spółka oprócz zmniejszenia ryzyka finansowego, mogłaby pozyskać partnera dysponującego doświadczeniem w realizacji projektów komercyjnych. Sprzedaż udziałów jest również założona w naszej wycenie. W stosunku do ostatniego raportu opóźnimy przewidywane terminy realizacji części projektów. Powoduje to obniżenie naszych prognoz zysku na kolejne lata. Z uwagi na spadek kursu Spółki, rekomendujemy trzymaj dla akcji J.W. Construction.

**Projekt na Woli wymaga dużych nakładów**

Działka pod projekt na Woli to koszt 174 mln PLN, koszt budowy etapu na 1000 mieszkań to kolejne 180 mln PLN, a gdyby spółka zdecydowała się jednocześnie prowadzić budowę części biurowej, musiałaby zabezpieczyć dodatkowe 430 mln PLN w ciągu trzech lat. Przy tak dużych nakładach inwestycyjnych istotnie rośnie ryzyko finansowania projektu. Ponadto, istnieje ryzyko związane z podażą w jednym momencie tak dużej powierzchni mieszkalnej i biurowej. Spółce będzie prawdopodobnie zależeć na szybkiej realizacji projektu, by wpływami ze sprzedaży mieszkań wykupić obligacje wyemitowane w celu nabycia działki. W naszym scenariuszu zakładamy sprzedaż 400 mieszkań rocznie.

**Zakończenie dużych projektów dopiero w 2014 r.**

W latach 2011-2013 spodziewamy się dużo słabszych wyników finansowych niż prognozowaliśmy w ostatnim raporcie. Oprócz niższych marż ujemnie na wynik wpłyną późniejsze niż zakładaliśmy rozpoczęcia nowych inwestycji. W 2011 r. zakładamy ukończenie jedynie jednego projektu w Ożarowie Mazowieckim na 376 mieszkań. W latach 2012 i 2013 powinny zostać zakończone projekty na odpowiednio 1045 i 769 mieszkań. Mieszkania z większości inwestycji rozpoczętych w 2012 r. będą przekazywane w pierwszej połowie 2014 r. W tym samym roku nastąpi również kumulacja przekazania w komercyjnych projektach Spółki. Zakładamy, że większość marży na projektach komercyjnych zostanie pokazana w wynikach 2012 i 2013 r. Ze względu na konieczność znacznego zadłużenia Spółki, nie zakładamy obecnie realizacji projektów komercyjnych we Wrocławiu, Krakowie i Warszawie (Pileckiego). Rozpoczęcie którejś z powyższych inwestycji byłoby podstawą do istotnego wzrostu wartości Spółki.

**Kurs akcji J.W. Construction na tle WIG****Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	713,3	620,0	383,7	384,0	388,4
EBITDA	156,8	155,3	83,5	99,3	133,2
marża EBITDA	22,0%	25,0%	21,8%	25,9%	34,3%
EBIT	142,7	142,4	69,4	85,2	119,2
Zysk netto	100,4	92,0	25,6	32,4	60,9
P/E	3,9	4,3	15,4	12,2	6,5
P/CE	3,4	3,8	9,9	8,5	5,3
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,2	5,9	13,8	13,4	12,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Plany spółki i charakterystyka aktywów

### Projekt Miasteczko Kasprzaka

Pod koniec marca J.W. Construction poinformowało o zawarciu umowy warunkowej nabycia za 174 mln PLN działki o powierzchni 81 tys. mkw. na warszawskiej Woli. Na powyższym gruncie spółka planuje budowę ok. 3000 mieszkań oraz 72 tys. mkw. GLA biur. Spółce będzie zależało na możliwie szybkiej realizacji inwestycji, by środkami ze sprzedaży mieszkań wykupić obligacje, które zostaną wyemitowane w celu sfinansowania zakupu.

Skala inwestycji jest ogromna. Jej realizacja pociągnie za sobą znaczny wzrost zadłużenia spółki. Sądzymy, że przy odpowiednio niskiej cenie J.W. Construction będzie w stanie sprzedać rocznie ok. 400 mieszkań w projekcie przy Kasprzaka. W wycenie zakładamy średnią cenę 6600 PLN netto za 1 mkw. Założona cena jest stosunkowo niska jak na tę część Warszawy, lecz uzasadniona dużą gęstością zabudowy i założonym tempem sprzedaży. Przyjmując, że budowa pierwszego etapu (1000 mieszkań) została rozpoczęta w połowie przyszłego roku, pierwszych przychodów spodziewalibyśmy się w H2 2014 r. (ponad dwuletni cykl budowy). Możliwość wybudowania 3000 mieszkań oznacza, że koszt gruntu w przeliczeniu na 1 mkw. PUM jest atrakcyjny (poniżej 800 PLN). Wyższe niż w innych inwestycjach J.W. Construction będą najprawdopodobniej koszty budowy (wysokie budynki, duże garaże podziemne). Podsumowując, spodziewalibyśmy się ok. 25% marży na tym projekcie.

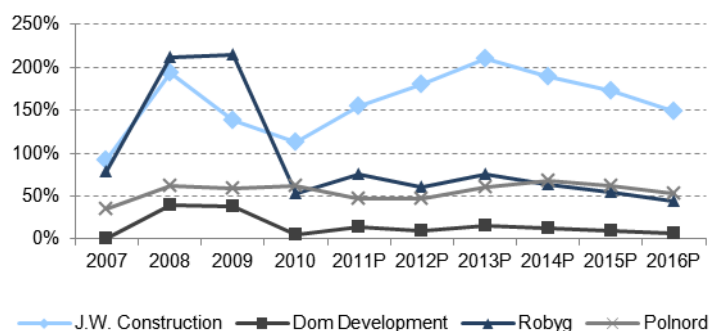
### Segment komercyjny zyska na znaczeniu

Spółka zamierza stopniowo zwiększać udział działalności komercyjnej w strukturze przychodów. W Q4 2011 zostanie oddany do użytkowania biurowiec przy Alejach Jerozolimskich w Warszawie. Budowa kolejnego w Szczecinie właśnie się rozpoczęła. W przyszłym roku J.W. Construction chciałoby rozpocząć projekty na ponad 100 tys. mkw. GLA. Podobnie jak w segmencie mieszkaniowym, oznacza to skumulowanie nakładów inwestycyjnych w 2012 i 2013 r., podczas gdy pierwsze przychody z czynszów pojawią się w połowie 2014 r. Sądzymy, że prawdopodobnym scenariuszem jest odsprzedaż połowy udziałów w projekcie biurowym na Kasprzaka innemu inwestorowi i wspólna realizacja tego projektu. Takie rozwiązanie również założyliśmy na potrzeby wyceny.

### Wysokie zadłużenie wzrośnie jeszcze bardziej

J.W. Construction posiada najwyższy poziom zadłużenia do kapitałów spośród wszystkich analizowanych deweloperów mieszkaniowych. Skala planowanych inwestycji oznacza, że w ciągu najbliższych dwóch lat zadłużenie wzrośnie jeszcze bardziej. Szacujemy, że na koniec 2013 r. dług netto może wynieść około 1,4 mld PLN (533 mln PLN na koniec H1). Alternatywą dla nadmiernego zadłużenia jest natomiast odsunięcie części inwestycji w czasie.

### Prognozy wskaźnika zadłużenia netto do kapitałów własnych



Źródło: DI BRE Banku

## Wyniki Q2 2011

Wyniki finansowe J.W. Construction były zgodnie z oczekiwaniami dużo słabsze q/q. Przychody wyniosły 93,1 mln PLN. Były zatem o około 10% wyższe od naszych prognoz i konsensusu. Marża brutto na sprzedaży spadła jednak w odniesieniu do Q1 2011 (28,9% vs. 30,5%). SG&A wzrosły o około 19% zarówno w stosunku rocznym, jak i kwartalnym. Na uwagę zwraca zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych w wysokości 5,6 mln PLN (dodatknie przeszacowanie inwestycji Nowa Dana). Nie spodziewaliśmy się przeszacowania

wartości nieruchomości w Q2, niemniej, dzięki tej rewaluacji JWCH przebiło nasze prognozy EBIT pomimo słabszej od oczekiwań marży na mieszkaniach i wyższych niż zakładaliśmy kosztów ogólnych. Zadłużenie netto nie uległo istotnej zmianie od ostatniego raportu, stąd też wynik na działalności finansowej (-8,4 mln PLN) był zbliżony do poziomu Q1. Na poziomie netto JWCH pokazało zysk w wysokości 5,4 mln PLN. Podsumowując, wynik jest lepszy od naszych prognoz tylko dzięki dodatniej wycenie nieruchomości inwestycyjnych, a z uwagi na pogorszenie marż deweloperskich q/q lekko rozczarowujący (przekazania mieszkań pochodziły z tych samych projektów, co w Q1). Dom Development i Robyng poprawili marże w Q2 2011.

### Wyniki Q2 2011 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2011	Q2 2011P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	93,1	83,3	11,7%	85,3	9,2%	122,9	-24,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,9	28,0	-4,0%	-	-	33,7	-20,1%
Marża %	28,9%	33,7%	-	-	-	27,4%	-
EBIT	15,6	14,3	9,6%	14,6	7,1%	19,9	-21,3%
Marża %	16,8%	17,1%	-	17,1%	-	16,2%	-
Zysk brutto	7,2	4,7	52,0%	-	-	17,6	-59,1%
Marża %	7,7%	5,7%	-	-	-	14,3%	-
Zysk netto	5,4	3,8	40,9%	5,1	6,1%	14,4	-62,5%
Marża %	5,8%	4,6%	-	6,0%	-	11,7%	-

Źródło: DI BRE Banku, J.W. Construction

## Prognozy finansowe

### Inwestycje mieszkaniowe

#### Dwa chude lata w segmencie mieszkaniowym

Według naszych szacunków na koniec Q2 2011 r. w ofercie J.W. Construction znajdowało się prawie 1900 mieszkań, przy czym ok. 1200 przypadło na zaledwie 3 projekty w budowie: Słoneczny Park, Osiedle Centrum II oraz Zielona Dolina. W tym roku spodziewamy się rozpoczęcia budowy prawie 700 mieszkań, natomiast prawdziwa ofensywa powinna ruszyć w 2012 r., gdyż do oferty może trafić ponad 3500 mieszkań.

W tym roku spodziewamy się zakończenia tylko jednej inwestycji w Ożarowie Mazowieckim, co odbije się na niskiej liczbie przekazania. J.W. Construction posiada relatywnie dużo lokali do przekazania ze starych projektów, co będzie wspierać wyniki przez najbliższe kilka kwartałów. W 2012 i 2013 r. spodziewamy się ukończenia tylko około 900 lokali rocznie, co będzie odzwierciedlone w słabym wyniku finansowym.

#### Parametry projektów zakończonych

Projekt	Lokale				Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	Do rozpoznania w wynikach*		
	PUM	Pow. jedn.	Liczba	Oddane*				Przychód	Koszt	Zysk
Górczewska Park	44 929	51	886	690	5 146	7 800	34%	77,5	51,1	26,4
Lewandów Park E1 + E2	81 191	43	1 905	1 393	3 484	5 800	40%	126,6	76,0	50,5
Bursztynowe Osiedle	17 402	53	328	243	4 449	6 500	32%	29,3	20,1	9,3
Pozostałe projekty	8 682	59	113		4 278	5 838	27%	39,2	28,7	10,5
<b>Suma</b>	<b>152 204</b>	<b>47</b>	<b>3 232</b>	<b>2 326</b>				<b>272,6</b>	<b>176,0</b>	<b>96,7</b>

Źródło: DI BRE Banku; J.W. Construction; \*szacunki na koniec Q2 2011

Wysokich zysków spodziewamy się dopiero w 2014 r., gdy przekazane zostaną inwestycje rozpoczęte w H2 2012. W naszych styczniowych prognozach zakładaliśmy wcześniejsze rozpoczęcie wielu spośród poniżej wymienionych inwestycji.

## Parametry projektów J.W. Construction

Projekt	Start	Koniec	Lokale		Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	
			PUM	Liczba				
Willa Park - domy E1	-	Q3 2011	2 050	12	171	4 039	5 100	21%
Słoneczny Park E1	Q1 2011	Q4 2011	17 829	376	47	4 181	5 500	24%
Osiedle Centrum II	Q4 2010	Q1 2012	12 225	255	48	3 645	4 900	26%
Zielona Dolina E1	Q2 2011	Q4 12/Q1 13	27 723	596	47	3 508	5 350	34%
<b>W budowie</b>			<b>59 827</b>	<b>1 239</b>	<b>48</b>			<b>29%</b>
Willa Park - domy E2	Q3 2011	Q4 2012	1 708	10	171	4 136	5 100	19%
Światowida	Q3 2011	Q4 2012	10 413	184	57	3 855	6 000	36%
Lewandów Park E1 b.3-6	Q3 2011	Q1 2013	8 763	208	42	3 623	5 700	36%
Jaroczyńskiego	Q4 2011	Q2 2013	9 278	183	51	4 016	5 500	27%
Sochaczewska/Płocka	Q4 2011	Q2 2013	3 600	51	71	4 465	5 600	20%
Powstania Wielkopolskiego	Q4 2011	Q2 2013	3 200	52	62	5 956	8 000	26%
<b>Start 2011</b>			<b>36 962</b>	<b>688</b>	<b>54</b>			<b>31%</b>
Tysiąclecia E1	Q1 2012	Q3 2013	14 198	275	52	3 734	5 000	25%
Odkryta II	Q3 2012	Q1 2014	4 158	82	51	4 610	6 400	28%
Aluzyjna I	Q3 2012	Q1 2014	2 011	40	50	4 610	6 000	23%
Antoniewska	Q3 2012	Q2 2014	13 864	234	59	4 556	6 900	34%
Bałycka	Q3 2012	Q1 2014	13 694	238	58	3 470	4 600	25%
Zielona Dolina E2	Q4 2012	Q2 2014	41 979	901	47	3 674	5 243	30%
Kasprzaka E1	Q2 2012	Q3 2014	49 658	1 000	50	4 914	6 600	26%
Spokojna E1	Q3 2012	Q1 2014	12 300	226	54	4 324	5 900	27%
Aluzyjna II	Q4 2012	Q2 2014	6 985	147	48	4 719	6 000	21%
Tymienieckiego	Q4 2012	Q1 2014	8 433	124	68	3 966	4 900	19%
Nowy projekt 1	Q4 2012	Q2 2014	18 189	284	64	4 395	6 000	27%
<b>Start 2012</b>			<b>185 469</b>	<b>3 551</b>	<b>52</b>			<b>27%</b>
Tysiąclecia E2	Q1 2013	Q3 2014	14 198	275	52	3 831	5 000	23%
Kasprzaka E2	Q2 2013	Q3 2015	49 658	1 000	50	5 035	6 600	24%
Pogonowskiego/Lipowa	Q2 2013	Q3 2014	7 311	124	59	4 024	5 100	21%
Osiedle Lewandów III	Q3 2013	Q1 2015	8 237	210	39	4 071	5 700	29%
Berenson	Q3 2013	Q2 2015	11 838	234	51	4 181	5 800	28%
Bielawska	Q3 2013	Q4 2014	8 860	132	67	4 368	6 000	27%
Spokojna E2	Q3 2013	Q1 2015	12 300	226	54	4 404	5 900	25%
Nowy projekt 2	Q4 2013	Q2 2015	20 308	353	58	4 395	6 000	27%
<b>Start 2013</b>			<b>132 710</b>	<b>2 554</b>	<b>52</b>			<b>25%</b>

Źródło: DI BRE Banku; J.W. Construction

## Niska efektywność sprzedaży projektów JWC

Efektywność sprzedaży w J.W. Construction kształtuje się na wyraźnie niższym poziomie niż w konkurencji. Sądzymy, że główną przyczyną takiej sytuacji jest jednoczesne wprowadzanie do sprzedaży bardzo dużych projektów. Tempo sprzedaży w przyszłości powinno pozostać na niskim poziomie. Wpływ na to będą miały kolejne duże inwestycje, których rozpoczęcie zakładamy w przyszłym roku: Kasprzaka E1 oraz Zielona Dolina E2. Jednocześnie spodziewamy się wyraźnego wzrostu liczby sprzedanych mieszkań w 2012 i 2013 r. Będzie to możliwe dzięki większej dywersyfikacji projektów Spółki (wejście na nowe rynki geograficzne) oraz wprowadzeniu konkurencyjnych cen w niektórych projektach (Kasprzaka).

## Prognozy wyników sprzedaży

	H1 2011	2011P	2012P	2013P
Sprzedaż netto	486	1 010	1 234	1 818
Oferta na koniec okresu	1 897	1 877	4 194	4 930
Efektywność sprzedaży	12,7%	13,0%	10,2%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku

## Prognozy zapasów

Do końca 2013 r. oczekujemy znacznego przyrostu poziomu zapasów. W 2011 r. zapasy powinny wzrosnąć głównie wskutek zakupu nowych gruntów. W 2012 i 2013 r. Spółka będzie realizować swój ambitny plan budowy mieszkań, których przekazanie nastąpi przede wszystkim w 2014 r.

### Prognozy zapasów

	Q2 2011	2011P	2012P	2013P
Zapasy na początek okresu		525,8	718,8	818,8
Zmiana stanu zapasów gotowych i w budowie		19,0	88,3	333,7
Zakupy gruntów		174,0	40,0	40,0
Sprzedaż gruntów		0,0	-28,4	0,0
<b>Zapasy na koniec okresu</b>	<b>525,8</b>	<b>718,8</b>	<b>818,8</b>	<b>1 192,5</b>

Źródło: DI BRE Banku

### Inwestycje komercyjne

Najważniejszą zmianą w segmencie komercyjnym od czasu ostatniego raportu jest pojawienie się projektu Miasteczko Kasprzaka na ponad 72 tys. mkw. GLA. Nie sądzimy, by J.W. Construction było w stanie zrealizować samodzielnie tak dużą inwestycję. Bardziej prawdopodobna wydaje się nam odsprzedaż połowy gruntów innemu inwestorowi. Pewien problem może też stanowić budowa tak dużego kompleksu biurowego w jednym czasie. Chodzi tu zarówno o ryzyko opóźnień, jak i trudności w znalezieniu najemców.

#### Projekty komercyjne J.W. Construction (mln PLN)

Projekt	Udział	Start	Koniec	GLA (m2)	Koszt	Wartość	Zysk	Marża
Jerozolimskie Point	100%	Q1 2010	Q4 2011	4 157	28,0	34,1	6,1	18%
Nowa Dana	100%	Q2 2011	Q2 2014	34 077	241,3	307,7	66,4	22%
Miasteczko Kasprzaka	50%	Q3 2012	Q4 2015	72 055	262,1	352,8	90,7	26%
Zdziarska	100%	Q2 2012	Q1 2014	2 533	15,6	18,9	3,3	17%
<b>Suma</b>				<b>112 822</b>	<b>547,0</b>	<b>713,5</b>	<b>166,5</b>	<b>23%</b>

Źródło: DI BRE Banku

Kolejne ryzyko dotyczy przepływów pieniężnych w związku z planowanymi inwestycjami. W latach 2012-2014 J.W. Construction musi wygospodarować łącznie 360 mln PLN, by zrealizować plany. Pierwsze przychody z czynszów pojawią się dopiero w 2014 r., natomiast kredyt inwestycyjny będzie możliwy do uzyskania dopiero w przypadku osiągnięcia pewnego poziomu pre-let w poszczególnych inwestycjach. Spółka informowała również o innych projektach komercyjnych, których rozpoczęcie ma nastąpić w 2012 i 2013 r. (projekty we Wrocławiu, Warszawie i Krakowie, łącznie na 65 tys. mkw.) Realizacja któregokolwiek z nich stanowi znaczny potencjał wzrostu kursu akcji dewelopera. Na razie, z uwagi na brak szczegółów odnośnie tych projektów oraz potencjalne trudności z ich finansowaniem, nie uwzględniamy powyższych projektów w wycenie.

#### Parametry do wyceny obiektów komercyjnych J.W. Construction (mln PLN)

Projekt	NOI			CAPEX			Czynsze (EUR/m2)			Yield			Skumulowana marża		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
Jerozolimskie Point	2,7	2,7	2,8	0,0	0,0	0,0	13,8	14,0	14,3	7,7%	7,7%	7,7%	6,8	7,5	8,2
Nowa Dana	0,0	0,0	5,9	96,5	72,4	24,1	14,3	14,6	14,9	7,7%	7,7%	7,7%	53,1	59,8	66,4
Miasteczko Kasprzaka	0,0	0,0	0,0	19,1	52,4	78,6	14,8	15,1	15,4	7,5%	7,5%	7,5%	4,5	68,0	72,6
Zdziarska	0,0	0,0	0,8	2,8	8,6	3,1	12,2	12,5	12,7	8,0%	8,0%	8,0%	0,0	2,9	3,3
<b>Suma</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>9,5</b>	<b>118,4</b>	<b>133,4</b>	<b>105,9</b>							<b>64,5</b>	<b>138,2</b>	<b>150,5</b>

Źródło: DI BRE Banku

### Wyniki w segmentach

Oczekujemy wzrostu udziału segmentu wynajmu powierzchni w działalności J.W. Construction. Zakładamy, że przychody z czynszów zrekompensują w długim terminie spadające przychody z działalności mieszkaniowej, będące wynikiem niższych marż.

**Prognozy wyniku finansowego w podziale na segmenty**

	H2 11	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Przychody</b>										
Sprzedaż mieszkań	130,9	289,9	325,0	686,0	637,5	656,6	676,3	696,6	717,5	739,0
Wynajem powierzchni	0,0	3,6	3,6	12,6	38,1	56,8	76,3	77,8	79,4	81,0
Hotelarstwo	11,0	28,1	29,0	29,9	30,8	31,7	32,6	33,6	34,6	35,6
TBS	7,0	14,4	14,9	15,3	15,8	16,2	16,7	17,2	17,7	18,3
Budownictwo	16,0	48,0	16,0	40,0	41,2	42,4	43,7	45,0	46,4	47,8
<b>Suma</b>	<b>164,9</b>	<b>384,0</b>	<b>388,4</b>	<b>783,7</b>	<b>763,2</b>	<b>803,7</b>	<b>845,6</b>	<b>870,3</b>	<b>895,6</b>	<b>921,7</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>										
Sprzedaż mieszkań	43,8	90,2	100,1	184,6	146,6	137,9	142,0	146,3	150,7	155,2
Wynajem powierzchni	0,0	2,7	2,7	9,5	28,6	42,6	57,2	58,4	59,5	60,7
Hotelarstwo	0,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
TBS	3,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,1	7,4	7,6	7,8	8,0
Budownictwo	0,8	2,4	0,8	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4
<b>Suma</b>	<b>48,2</b>	<b>104,4</b>	<b>113,1</b>	<b>205,8</b>	<b>187,2</b>	<b>192,9</b>	<b>212,1</b>	<b>217,8</b>	<b>223,8</b>	<b>229,9</b>
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>										
Sprzedaż mieszkań	33%	31%	31%	27%	23%	21%	21%	21%	21%	21%
Wynajem powierzchni	-	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Hotelarstwo	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
TBS	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
Budownictwo	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Marża ogółem</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>

Źródło: DI BRE Banku

## Wycena akcji

Akcje J.W. Construction wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 7,6 PLN jest o 5% wyższa od wartości rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji J.W Construction.

### Wycena akcji

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	7,5	90%
Wycena metodą porównawczą	3,6	10%
Średnia	7,1	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>7,6</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji metodą porównawczą

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/BV, P/E oraz EV/EBITDA w horyzoncie 2011-2013. Wszystkim wskaźnikom i okresom przyznaliśmy jednakowe wagi. Zwracamy uwagę, że u deweloperów wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony na tle innych branż, gdyż znaczna część kosztów finansowych jest księgowana w kosztach własnych sprzedaży.

### Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	0,88	0,83	0,83	10,0	8,4	10,5	9,2	7,4	9,8
Polnord*	0,27	0,26	0,25	5,6	4,7	4,5	10,1	8,4	9,6
Robyg	0,77	0,65	0,63	34,7	4,0	5,6	60,6	5,5	8,2
<b>Mediana</b>	<b>0,77</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>10,1</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>
<b>J.W. Construction</b>	<b>0,81</b>	<b>0,76</b>	<b>0,68</b>	<b>15,4</b>	<b>12,2</b>	<b>6,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,4</b>	<b>12,1</b>
Premia (dyskonto)	5,4%	15,8%	8,1%	53,9%	158,0%	15,0%	36,6%	81,3%	26,3%
Wycena 1 akcji (PLN)	6,9	6,3	6,7	4,7	2,8	6,3	1,6	-3,7	1,1
Waga wskaźnika	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
<b>Ważona wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>3,6</b>								

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

### Wycena akcji metodą DCF

#### Założenia modelu DCF

- Spadek cen mieszkań o 2% w 2012 r. oraz wzrost ich cen o 3% od 2014 r.
- Wzrost kosztów budowy mieszkań o 2% w 2012 r. oraz 3% od 2013 r.
- Docelowy poziom zapasów w 2019 r. równy 130% przychodów ze sprzedaży (poziom ujednoczony dla wszystkich deweloperów oprócz Polnordu, dla którego przyjęliśmy 160%).
- Przekazanie 2217 mieszkań w 2014 r. oraz 2000 mieszkań w kolejnych latach.
- Wzrost ceny jednostkowej mieszkania w tempie 3% od 2015 r.
- Marża brutto na sprzedaży 26% w 2014 r. oraz jej stopniowy spadek w kolejnych dwóch latach; stabilizacja na poziomie 21% od 2016 r.
- Wydatki na grunty w wysokości 174 mln PLN w 2011 r., 40 mln PLN w 2012 i 2013 r.

## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>383,7</b>	<b>384,0</b>	<b>388,4</b>	<b>783,7</b>	<b>763,2</b>	<b>803,7</b>	<b>845,6</b>	<b>870,3</b>	<b>895,6</b>	<b>921,7</b>	
<i>zmiana</i>	-38,1%	0,1%	1,1%	101,8%	-2,6%	5,3%	5,2%	2,9%	2,9%	2,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>83,5</b>	<b>99,3</b>	<b>133,2</b>	<b>152,8</b>	<b>145,8</b>	<b>137,7</b>	<b>154,2</b>	<b>157,9</b>	<b>161,6</b>	<b>165,5</b>	
<i>marża EBITDA</i>	21,8%	25,9%	34,3%	19,5%	19,1%	17,1%	18,2%	18,1%	18,0%	18,0%	
Amortyzacja	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	
EBIT	69,4	85,2	119,2	138,8	131,7	123,7	140,2	143,8	147,6	151,4	
Wycena nieruchomości	17,6	44,9	73,8	12,2	25,4	14,5	14,7	15,2	15,6	16,1	
<b>EBIT (bez wyceny nieruchomości)</b>	<b>51,8</b>	<b>40,4</b>	<b>45,4</b>	<b>126,6</b>	<b>106,3</b>	<b>109,2</b>	<b>125,4</b>	<b>128,6</b>	<b>131,9</b>	<b>135,3</b>	
<i>marża EBIT</i>	13,5%	10,5%	11,7%	16,1%	13,9%	13,6%	14,8%	14,8%	14,7%	14,7%	
Opodatkowanie EBIT	9,8	7,7	8,6	24,0	20,2	20,7	23,8	24,4	25,1	25,7	
<b>NOPLAT</b>	<b>42,0</b>	<b>32,7</b>	<b>36,8</b>	<b>102,5</b>	<b>86,1</b>	<b>88,5</b>	<b>101,6</b>	<b>104,2</b>	<b>106,8</b>	<b>109,6</b>	
CAPEX	-71,0	-132,4	-147,5	-120,0	-92,7	-14,1	-14,1	-14,1	-14,1	-14,1	
Kapitał obrotowy	-181,6	-56,1	-151,6	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	-6,3	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-196,6</b>	<b>-141,8</b>	<b>-248,2</b>	<b>26,5</b>	<b>37,3</b>	<b>118,3</b>	<b>131,4</b>	<b>134,0</b>	<b>136,6</b>	<b>103,3</b>	<b>106,4</b>
WACC	8,4%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,1%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	98,7%	91,2%	84,4%	78,1%	72,3%	66,9%	61,9%	57,2%	52,9%	48,9%	
PV FCF	-194,0	-129,3	-209,5	20,7	27,0	79,2	81,3	76,7	72,2	50,5	
<b>WACC</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,1%</b>	
Koszt długu	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,6%	
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	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	66%	70%	76%	76%	76%	75%	73%	71%	69%	67%	
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)			2 070,9								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			1 012,1								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			-125,2								
Wartość firmy (EV)			886,9								
Dług netto			525,5								
Aktywa finansowe			41,9								
Wartość firmy			403,2								
liczba akcji			54,1								
Wartość firmy na akcję (PLN)			7,5								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,0%								
<b>Cena docelowa</b>			<b>8,1</b>								
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej			14,3								
P/E('11) dla ceny docelowej			17,0								
Udział TV w EV			114%								

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	5,0	6,6	8,5	10,8	13,7
WACC -0,5pp	4,9	6,5	8,4	10,7	13,5
WACC	4,8	6,4	<b>8,3</b>	10,6	13,4
WACC +0,5pp	4,7	6,3	8,1	10,4	13,2
WACC +1,0pp	4,6	6,2	8,0	10,3	13,1

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>781,1</b>	<b>721,4</b>	<b>713,3</b>	<b>620,0</b>	<b>383,7</b>	<b>384,0</b>	<b>388,4</b>
<i>zmiana</i>	7,5%	-7,6%	-1,1%	-13,1%	-38,1%	0,1%	1,1%
Koszt własny sprzedaży	532,5	509,8	528,0	442,4	270,2	279,6	275,4
Zysk brutto na sprzedaży	248,6	211,6	185,3	177,6	113,5	104,4	113,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,8%	29,3%	26,0%	28,6%	29,6%	27,2%	29,1%
Koszty sprzedaży	-28,6	-27,4	-20,8	-28,5	-25,8	-27,0	-29,7
Koszty ogólnego zarządu	-24,9	-28,8	-25,7	-28,9	-35,6	-36,7	-37,8
Wycena nieruchomości	3,9	0,0	0,0	10,2	17,6	44,9	73,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,5	-14,2	3,9	12,0	-0,3	-0,3	-0,2
<b>EBIT</b>	<b>198,6</b>	<b>141,1</b>	<b>142,7</b>	<b>142,4</b>	<b>69,4</b>	<b>85,2</b>	<b>119,2</b>
<i>zmiana</i>	10,3%	-28,9%	1,1%	-0,2%	-51,2%	22,7%	39,8%
<i>marża EBIT</i>	25,4%	19,6%	20,0%	23,0%	18,1%	22,2%	30,7%
Wynik na działalności finansowej	-14,5	-15,8	-23,5	-29,0	-37,5	-45,2	-44,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>184,1</b>	<b>125,3</b>	<b>119,2</b>	<b>113,4</b>	<b>31,9</b>	<b>40,0</b>	<b>75,1</b>
Podatek dochodowy	-36,0	-24,4	-18,8	-21,4	-6,3	-7,6	-14,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>148,1</b>	<b>100,9</b>	<b>100,4</b>	<b>92,0</b>	<b>25,6</b>	<b>32,4</b>	<b>60,9</b>
<i>zmiana</i>	12,2%	-31,9%	-0,5%	-8,4%	-72,1%	26,3%	87,8%
<i>marża</i>	19,0%	14,0%	14,1%	14,8%	6,7%	8,4%	15,7%
Amortyzacja	13,3	17,4	14,0	12,9	14,1	14,1	14,1
<b>EBITDA</b>	<b>211,9</b>	<b>158,5</b>	<b>156,8</b>	<b>155,3</b>	<b>83,5</b>	<b>99,3</b>	<b>133,2</b>
<i>zmiana</i>	11,0%	-25,2%	-1,1%	-0,9%	-46,2%	18,9%	34,2%
<i>marża EBITDA</i>	27,1%	22,0%	22,0%	25,0%	21,8%	25,9%	34,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1
EPS	2,8	1,8	1,9	1,7	0,5	0,6	1,1
CEPS	3,0	2,2	2,1	1,9	0,7	0,9	1,4
ROAE	39,9%	23,1%	27,1%	20,9%	5,4%	6,4%	11,0%
ROAA	12,2%	6,1%	6,1%	6,3%	1,7%	1,9%	2,8%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 511,6</b>	<b>1 778,4</b>	<b>1 523,0</b>	<b>1 382,2</b>	<b>1 562,3</b>	<b>1 850,4</b>	<b>2 500,9</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>381,0</b>	<b>472,4</b>	<b>425,7</b>	<b>570,6</b>	<b>635,4</b>	<b>798,6</b>	<b>1 005,8</b>
WNIIP	12,4	11,2	6,8	6,0	5,3	5,3	5,3
Wartość firmy	16,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	299,3	354,7	359,7	389,5	397,6	397,6	397,6
Inwestycje długoterminowe	15,3	45,1	5,0	4,6	5,0	5,0	5,0
Nieruchomości inwestycyjne	12,3	12,4	12,4	124,3	179,7	342,9	550,1
Pozostałe	25,0	36,6	29,4	33,8	35,5	35,5	35,5
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 130,5</b>	<b>1 306,0</b>	<b>1 097,3</b>	<b>811,6</b>	<b>926,9</b>	<b>1 051,8</b>	<b>1 495,1</b>
Zapasy	28,3	42,9	38,4	31,9	44,4	45,7	47,1
Należności	66,4	79,5	57,3	59,6	68,2	70,2	72,3
Kontrakty budowlane	875,1	1 127,3	916,2	594,4	718,8	818,8	1 192,5
Krótkoterminowe RMK	11,7	17,0	14,5	21,3	27,5	27,5	27,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	75,3	36,7	27,2	68,1	31,2	52,8	118,9
Inne	73,7	2,7	43,7	36,3	36,9	36,9	36,9
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 511,6</b>	<b>1 778,4</b>	<b>1 523,0</b>	<b>1 382,2</b>	<b>1 562,3</b>	<b>1 850,4</b>	<b>2 500,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>549,5</b>	<b>325,7</b>	<b>416,2</b>	<b>462,9</b>	<b>488,5</b>	<b>520,9</b>	<b>581,8</b>
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>370,8</b>	<b>283,3</b>	<b>203,7</b>	<b>414,4</b>	<b>634,1</b>	<b>842,7</b>	<b>1 206,7</b>
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	287,4	251,2	183,9	339,2	564,7	764,7	1 114,7
Rezerwy i inne	83,4	32,1	19,8	75,2	69,4	78,0	92,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>591,3</b>	<b>1 169,4</b>	<b>903,0</b>	<b>504,9</b>	<b>439,6</b>	<b>486,8</b>	<b>712,5</b>
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	297,2	417,4	418,3	254,4	223,4	223,4	223,4
Zobowiązania wobec dostawców	118,9	140,4	111,2	75,8	101,6	104,7	107,8
Kontrakty budowlane	156,5	585,8	346,5	152,1	94,7	138,8	361,3
Inne	18,6	25,7	27,1	22,6	19,9	19,9	19,9
Dług	584,6	668,6	602,2	593,6	788,1	988,1	1 338,1
Dług netto	509,3	631,9	575,1	525,5	756,9	935,3	1 219,2
(Dług netto / Kapitał własny)	92,7%	194,0%	138,2%	113,5%	154,9%	179,6%	209,6%
(Dług netto / EBITDA)	2,4	4,0	3,7	3,4	9,1	9,4	9,2
<b>BVPS</b>	<b>10,4</b>	<b>6,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-216,7</b>	<b>-93,8</b>	<b>108,9</b>	<b>217,1</b>	<b>-123,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-92,4</b>
Zysk netto	148,1	100,9	100,4	92,0	25,6	32,4	60,9
Amortyzacja	13,3	17,4	14,0	12,9	14,1	14,1	14,1
Kapitał obrotowy	-446,5	-236,9	-28,0	44,8	-181,6	-56,1	-151,6
Pozostałe	68,4	24,8	22,5	67,4	18,9	8,9	-15,7
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-96,6</b>	<b>27,9</b>	<b>-15,3</b>	<b>-132,2</b>	<b>-71,3</b>	<b>-132,4</b>	<b>-147,5</b>
CAPEX	-19,6	-5,4	-14,9	-134,1	-71,0	-132,4	-147,5
Inwestycje kapitałowe	-10,3	60,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-66,7	-26,7	-0,2	1,8	-0,3	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>351,3</b>	<b>27,3</b>	<b>-103,2</b>	<b>-44,0</b>	<b>157,5</b>	<b>154,8</b>	<b>306,0</b>
Emisja akcji	244,8	-2,5	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	126,7	5,0	-119,0	-4,8	197,5	200,0	350,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-20,2	24,8	17,8	-39,1	-40,0	-45,2	-44,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>38,0</b>	<b>-38,6</b>	<b>-9,5</b>	<b>40,9</b>	<b>-36,9</b>	<b>21,6</b>	<b>66,1</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	75,3	36,7	27,2	68,1	31,2	52,8	118,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-305,4	-50,6	86,6	30,7	-196,6	-141,8	-248,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,5%	0,7%	2,1%	21,6%	18,5%	34,5%	38,0%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	2,6	4,0	3,9	4,3	15,4	12,2	6,5
P/CE	2,4	3,4	3,4	3,8	9,9	8,5	5,3
P/BV	0,70	1,22	0,95	0,85	0,81	0,76	0,68
P/S	0,49	0,55	0,55	0,64	1,03	1,03	1,01
FCF/EV	-34,1%	-4,9%	8,9%	3,3%	-17,1%	-10,7%	-15,4%
EV/EBITDA	4,2	6,5	6,2	5,9	13,8	13,4	12,1
EV/EBIT	4,5	7,3	6,8	6,5	16,6	15,6	13,5
EV/S	1,1	1,4	1,4	1,5	3,0	3,5	4,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>7,3</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1
MC (mln PLN)	386,5	398,8	394,2	394,2	394,2	394,2	394,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	895,8	1 030,6	969,2	919,7	1 151,1	1 329,5	1 613,4

**Deweloperzy**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>14,4 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>20,4 PLN</b>
Kapitalizacja	0,34 mld PLN
Free float	0,19 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	3,53 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

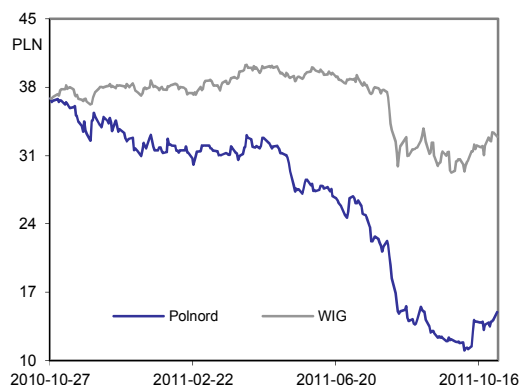
Prokom Investments	33,44%
Tempelton Asset Management	11,58%
Pozostali	54,98%

**Profil spółki**

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

**Ważne daty**

14.11 - publikacja raportu za Q3

**Kurs akcji Polnord na tle WIG****Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Polnord

PND PW; PNOR.WA

## Kupuj

(Wznowiona)

### Czas na robienie porządków

**Polnord jest najtańszym z analizowanych deweloperów biorąc pod uwagę wskaźniki P/E i P/BV na lata 2011-2013. Spółka ma za sobą bardzo dobre trzy kwartały. Po 9M11 Polnord sprzedał 798 mieszkań (w H1 jedynie Dom Development sprzedał więcej), co stanowi 103% całej zeszłorocznej sprzedaży. Spółka prowadzi restrukturyzację organizacyjną oraz kosztową, czego pierwsze pozytywne oznaki było widać już w wynikach Q2. W 2011 r. spodziewamy się ponad 100 mln PLN dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej - wartość nie spotykana w historii Spółki. Polnord kontynuuje również prace budowlane i projektowe przy inwestycjach komercyjnych, które w przyszłości będą odgrywać coraz ważniejszą rolę w wynikach. Mimo tych pozytywnych zmian cena akcji Polnordu spadła o 57% od początku roku, a dyskonto do BV wynosi 73% (jedno z największych w sektorze). Z uwagi na głębokie niedowartościowanie aktywów Polnordu, widoczną poprawę wyników z działalności operacyjnej oraz perspektywiczne inwestycje w segmencie komercyjnym rekomendujemy kupno akcji Polnordu z ceną docelową 20,4 PLN.**

**Gotówka z odszkodowań za drogi i sprzedaży nieruchomości**

W wyniku sprzedaży wierzytelności z tytułu przekazania dróg w Wilanowie Polnord uzyskał ponad 100 mln PLN gotówki. Możliwe, że w przyszłości ta kwota jeszcze wzrośnie. Zarząd szacuje, że z tytułu rozliczeń z miastem może uzyskać dodatkowe 300-320 mln PLN. W wycenie uwzględniamy uzyskanie jedynie 49 mln PLN za 7,7ha gruntów przekazanych Miastu. Kolejnym źródłem gotówki będzie sprzedaż nieruchomości, na których Spółka nie planuje prowadzenia działalności. W wycenie zakładamy, że proces ten będzie silnie rozłożony w czasie. Sądzimy, że realne jest szybsze odzyskanie gotówki zamrożonej obecnie w aktywach operacyjnych. Byłby to powód do podniesienia wyceny akcji Polnordu.

**Udział segmentu komercyjnego wzrośnie**

Polnord ma w swoim portfelu dwa istotne projekty komercyjne. Po pierwsze, wspólnie z GTC Spółka realizuje projekt centrum handlowego w Wilanowie. Marżę na projekcie szacujemy na 240 mln PLN (udział Polnordu). Projekt cieszy się bardzo dużym zainteresowaniem ze strony najemców. Uważamy, że najistotniejsze ryzyko z nim związane dotyczy daty uzyskania pozwolenia na budowę. W naszych prognozach założyliśmy rozpoczęcie budowy w Q4 2012 i zakończenie prac w Q1 2015. Drugim projektem jest Wilanów Office Park, którego potencjał wynosi 150-200 tys. mkw. GLA. Park biurowy jest obecnie na wczesnym etapie rozwoju. Uważamy, że w dłuższym horyzoncie czasu Wilanów ma szansę stać się tańszą alternatywą dla biur zlokalizowanych na Mokotowie. W prognozach wyceniamy uruchomienie tylko jednego etapu na 8 tys. mkw.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	221,3	180,3	289,7	332,4	326,9
EBITDA	106,9	50,4	90,2	72,5	11,0
marża EBITDA	48,3%	28,0%	31,1%	21,8%	3,4%
EBIT	104,9	48,1	87,9	70,3	8,9
Zysk netto	63,6	51,6	61,6	72,8	76,6
P/E	5,0	6,2	5,6	4,7	4,5
P/CE	4,9	6,0	5,4	4,6	4,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	9,3	20,6	10,5	13,5	108,4
EV/EBITDA koryg.	9,0	20,0	10,1	8,4	9,6
DYield	0,0%	6,0%	2,2%	3,6%	6,4%

## Plany spółki i charakterystyka aktywów

### Spodziewane kolejne zyski z tytułu gruntów pod drogi

W Q2 Polnord sprzedał wierzytelności z tytułu sprzedaży gruntów pod drogi w Wilanowie. Za 15,9ha Spółka otrzymała 101,5 mln PLN gotówki (638 PLN/mkw.). Jest to wartość pierwszej raty. Spółka oczekuje, że całkowita kwota z tytułu sprzedaży powyższej wierzytelności będzie istotnie wyższa. W naszych prognozach konserwatywnie nie uwzględniamy płatności z tytułu drugiej raty, a jej wysokość szacujemy na przynajmniej 10-15 mln PLN.

Fakt, że instytucja finansowa decyduje się skupić wierzytelności drogowe Polnordu jest dla nas sygnałem, że roszczenia Spółki wobec Miasta są uzasadnione. Z tego też względu decydujemy się uwzględnić część zysków, które Polnord zamierza uzyskać w przyszłości z tytułu przekazania działek pod drogi. W 2012 r. zakładamy zwrot kolejnych 49 mln PLN dotyczących 7,7ha gruntów. Spółka oczekuje znacznie wyższych wpływów, szacując dodatkową gotówkę z tytułu przekazania działek pod drogi oraz kosztów poniesionych na infrastrukturę drogową i wodno-ściekową w Wilanowie na 300-320 mln PLN. Uwzględnienie szacunków Zarządu odnośnie odszkodowań za drogi oznaczałoby dodatkowe 5-7 PLN do wyceny Spółki (w zależności od przyjętego tempa otrzymywania płatności).

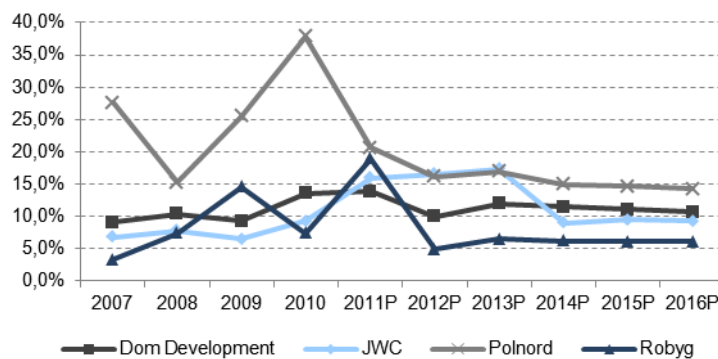
### Sprzedaż zbędnych aktywów

W kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stopniowa sprzedaż części zbędnych nieruchomości spółki. Sądymy, że cena za część sprzedawanych aktywów może być niższa od ich wartości księgowej. Przyjęliśmy sprzedaż do końca 2013 r. nieruchomości inwestycyjnych za łączną kwotę 125 mln PLN oraz stratę na powyższych transakcjach w wysokości 10 mln PLN.

### Optymalizacja kosztów będzie widoczna w Q3

Dużym problemem Polnordu jest nadmierny poziom kosztów ogólnych w stosunku do przychodów. W 2010 r. SG&A stanowiły rekordowe 38% przychodów, podczas gdy u konkurentów koszty ogólne nie przekraczały 15%. Jednym z priorytetów Spółki jest redukcja poziomu kosztów w kolejnych latach. Działania, które mają się do tego przyczynić to m. in. redukcja zatrudnienia, weryfikacja umów z dostawcami, centralizacja zakupów, przeniesienie siedziby do tańszej lokalizacji itp. Efekty wprowadzonych oszczędności powinny być dobrze widoczne już w Q3 2011, chociaż w wynikach drugiego kwartału można było zauważyć spadek kosztów zarządu. W 2011 r. spodziewamy się spadku poziomu SG&A o 12% r/r oraz 10% spadku w 2012 r. W takim tempie Spółka osiągnęłaby w 2012 r. wskaźnik kosztów ogólnych do przychodów około 16%.

### Koszty sprzedaży oraz koszty ogólnego zarządu jako % sprzedaży



Źródło: DI BRE Banku

### Wilanów – nowa lokalizacja biurowa na mapie Warszawy?

Koncepcja Wilanowa jako kolejnej biurowej dzielnicy w Warszawie jest na wczesnym etapie rozwoju. Polnord na swoim banku ziemi może wybudować w Wilanowie 150-200 tys. mkw. GLA powierzchni biurowej. W Q4 2010 rozpoczęto budowę kolejnego etapu na 8,7 tys. mkw. Uważamy, że projekt Wilanów Office Park można traktować jak powtarzalny biznes, rozłożony w czasie na wiele lat. Wilanów, jako tania i coraz lepiej skomunikowana alternatywa dla Mokotowa, powinien zyskiwać na znaczeniu w miarę powstawania tam nowych budynków biurowych. W prognozach konserwatywnie założyliśmy uruchomienie budowy tylko jednego, najbliższego etapu.

## Wyniki Q2 2011

Wyniki Polnordu były nieco wyższe od konsensusu na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. W Q2 wydanych zostało 144 lokali. Spółka przekroczyła nasze prognozy na poziomie przychodów dzięki dodatkowym przychodom ze sprzedaży działek oraz wyższym niż w Q1 przychodom z wynajmu. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 7,0 mln PLN (prognoza 7,1 mln PLN), co implikuje 13,0% marżę. Niższa od prognoz marża to efekt licznych przekazania w niskomarżowej inwestycji City Park E2. SG&A wzrosły q/q o 4,6% do poziomu 17,5 mln PLN. W H2 2011 koszty z tytułu sponsoringu będą zdecydowanie niższe, co wpłynie pozytywnie na poziom kosztów. Wynik pozostałej działalności operacyjnej był zdominowany przez zysk ze sprzedaży wierzytelności z tytułu odszkodowań za drogi (saldo pozostałej działalności operacyjnej: 66,3 mln PLN vs. prognoza: 64,0 mln PLN). W Q2 Polnordowi nie udało się utrzymać dodatniego salda działalności finansowej, czego można było się spodziewać (na wynik Q1 pozytywnie wpłynęło zbycie udziałów za 4 mln PLN). W Q2 również miało miejsce zdarzenie jednorazowe, lecz tym razem ujemnie wpływające na wynik finansowy (-1,9 mln PLN odpisu w związku z likwidacją zbędnej spółki zależnej). Zysk netto Q2 wyniósł 40 mln PLN, a w całym H1 2011 56 mln PLN (+117% r/r).

### Wyniki Q2 2011 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2011	Q2 2011P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	53,7	45,9	16,9%	50,2	7,0%	53,8	-0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	7,1	-2,6%	-	-	8,0	-13,3%
Marża %	13,0%	15,5%	-	-	-	14,9%	-
EBIT	56,6	49,5	14,4%	54,2	4,4%	11,8	-
Marża %	105,4%	107,7%	-	108,0%	-	21,9%	-
Zysk brutto	50,9	44,1	15,6%	-	-	16,6	-
Marża %	94,9%	95,9%	-	-	-	30,8%	-
Zysk netto	40,0	35,7	12,0%	39,9	0,2%	10,4	-
Marża %	74,4%	77,7%	-	79,5%	-	19,3%	-

Źródło: DI BRE Banku, Polnord

## Prognozy finansowe

### Inwestycje mieszkaniowe

#### Projekty zakończone

W ukończonych projektach najwięcej mieszkań do przekazania znajduje się w inwestycjach na Wilanowie oraz w przekazanym w Q1 2011 drugim etapie City Park - łącznie 380 mieszkań (dla porównania orientacyjna liczba mieszkań do przekazania w zakończonych projektach na koniec Q2 2011 u konkurentów: Dom Development: 570, Robyng: 120, J.W. Construction: 900).

### Parametry projektów zakończonych

Projekt	Udział	Lokale				Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	Do rozpoznania w wynikach*		
		PUM	Pow. jedn.	Liczba	Oddane*				Przychód	Koszt	Zysk
Wilanowska V	50%	6 069	51	120	111	3 700	5 350	31%	1,2	0,8	0,4
Srebrzysta Podkowa 1 i 2	100%	2 675	48	56	56	3 666	4 500	19%	0,0	0,0	0,0
Kamienica Pod Wrzosem	100%	2 692	71	38	37	4 950	6 300	21%	0,4	0,4	0,1
Apartamenty Albatros	100%	3 631	61	60	52	5 100	6 000	15%	2,9	2,5	0,4
Osiedle Tęczowy Las E1	100%	10 639	58	185	185	3 675	4 600	20%	0,0	0,0	0,0
City Park E1	100%	4 306	72	60	57	4 500	4 500	0%	1,0	1,0	0,0
Kryształ Wilanowa	100%	9 103	96	95	76	6 500	7 100	8%	12,9	11,8	1,1
Królewskie Przedmieście	33%	34 017	77	443	391	5 465	7 000	22%	9,2	7,2	2,0
Ostoja Wilanów E2	49%	20 541	91	225	214	5 116	6 800	25%	3,3	2,5	0,8
Ostoja Wilanów E3	49%	19 606	85	231	134	5 116	6 800	25%	27,4	20,6	6,8
Ostoja Wilanów E4	49%	22 337	98	228	189	5 100	7 000	27%	13,1	9,5	3,6
Ostoja Wilanów E5	49%	17 738	93	191	97	5 300	7 100	25%	30,4	22,7	7,7
Srebrzysta Podkowa 3	100%	1 322	47	28	22	3 300	4 400	25%	1,2	0,9	0,3
City Park E2	100%	5 800	67	87	46	4 878	4 850	-1%	13,3	13,3	-0,1
<b>Suma</b>		<b>160 476</b>	<b>78</b>	<b>2047</b>	<b>1 667</b>			<b>22%</b>	<b>116,4</b>	<b>93,3</b>	<b>23,1</b>

Źródło: Polnord; \* koniec Q2 2011

### Projekty do rozpoczęcia w latach 2011-2013

Polnord ma obecnie projekty w budowie w sześciu miastach Polski: Sopocie, Gdańsku, Olsztynie, Szczecinie, Wrocławiu i Warszawie. Projekt Felin prowadzony w Lublinie został czasowo wstrzymany, dlatego nie uwzględniamy go w prognozach. Niewykluczone jednak, że Spółka zdecyduje się dokupić kolejną działkę w Lublinie i rozpocząć dwa projekty jednocześnie w tym mieście. Również inwestycja na Wyspie Spichrzów w Gdańsku nie jest przez nas ujmowana w wycenie. Nasze prognozy zakładają uruchomienie w 2012 r. ok. 64 tys. mkw. mieszkań oraz ok. 94 tys. mkw. w 2013 r. Część z rozpoczętych projektów dotyczy gruntów, których zakup zakładamy w 2011 i 2012 r., co stanowi pewne ryzyko dla realizacji prognoz. Z drugiej strony, nasze założenia są wciąż konserwatywne w stosunku do planów Zarządu, które zakładają uruchomienie budowy 660 mieszkań w Q4 2011 oraz 2100 mieszkań w roku 2012.

### Parametry projektów Polnordu

Projekt	Start	Koniec	Lokale			Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża
			PUM	Liczba	Pow. jedn.			
Sopocka Rezydencja	Q4 2009	Q4 2011	9 617	162	59	12 506	11 000	-14%
Ostoja Wilanów E6	Q3 2009	Q3 2011	17 964	272	66	5 093	7 200	29%
Dobry Dom E1	Q1 2010	Q3 2011	10 496	155	68	5 328	7 000	24%
Ku Słońcu E1	Q1 2010	Q4 2011	12 277	222	55	4 460	5 000	11%
Ostoja Myśliwska	Q2 2010	Q311-Q212	13 770	231	60	3 913	5 700	31%
Osiedle Tęczowy Las E2	Q2 2010	Q411-Q312	6 751	139	49	3 215	4 500	29%
Osiedle Innova E1	Q2 2010	Q1 2012	3 751	70	54	4 095	5 900	31%
Osiedle Innova E2	Q2 2010	Q2/Q3 12	3 745	71	53	4 095	5 900	31%
Ku Słońcu E2	Q2 2011	Q4 2012	15 400	315	49	4 513	5 100	12%
City Park E3	Q2 2011	Q2 2012	4 682	88	53	4 878	4 850	-1%
Osiedle Innova E3	Q2 2011	Q4 2012	4 833	98	49	4 194	5 900	29%
<b>W budowie</b>			<b>103 286</b>	<b>1823</b>	<b>57</b>			<b>17%</b>
Dwa Potoki E1	Q3 2011	Q3 2012	6 500	144	45	3 123	4 000	22%
Dobry Dom E2	Q3 2011	Q4 2012	9 200	170	54	5 113	7 000	27%
Ostoja Wilanów E7	Q4 2011	Q3 2013	19 400	326	60	5 255	7 000	25%
Osiedle Tęczowy Las E3	Q4 2011	Q1 2013	5 700	103	55	3 302	4 600	28%
<b>Start 2011</b>			<b>40 800</b>	<b>743</b>	<b>55</b>			<b>25%</b>
City Park E4	Q1 2012	Q2 2013	4 600	84	55	4 930	4 753	-4%
Osiedle Innova E 4,5,6	Q1 2012	Q3 2013	12 100	232	52	4 344	5 900	26%
Dobry Dom E3	Q3 2012	Q4 2013	9 200	153	60	5 187	6 860	24%
Villa Botanica E1	Q2 2012	Q4 2013	12 700	195	65	4 878	6 450	24%
Ostoja Wilanów E8	Q3 2012	Q4 2013	2 400	43	56	5 330	6 860	22%
Dwa Potoki E2	Q3 2012	Q1 2014	6 500	144	45	3 123	3 920	20%
Nowy projekt 1 E1	Q2 2012	Q4 2013	8 250	160	52	3 902	5 000	22%
Nowy projekt 2	Q4 2012	Q2 2014	8 000	150	53	3 966	5 000	21%
<b>Start 2012</b>			<b>63 750</b>	<b>1161</b>	<b>55</b>			<b>22%</b>
City Park E5	Q1 2013	Q2 2014	4 636	85	55	5 000	4 753	-5%
Osiedle Innova E7	Q1 2013	Q2 2014	3 000	56	54	4 446	5 900	25%
Ku Słońcu E3	Q1 2013	Q3 2014	16 303	300	54	4 618	5 100	9%
Tęczowy Las E4	Q2 2013	Q3 2014	6 605	125	53	3 361	4 508	25%
Ostoja Wilanów B4	Q2 2013	Q3 2014	6 000	106	57	5 330	6 860	22%
City Park E6	Q3 2013	Q4 2014	4 636	85	55	5 035	4 753	-6%
Villa Botanica E2	Q3 2013	Q1 2015	16 933	300	56	4 995	6 450	23%
Dobry Dom E4	Q3 2013	Q4 2014	8 818	150	59	5 301	6 860	23%
Nowy projekt 1 E2	Q2 2013	Q4 2014	8 250	160	52	4 008	5 000	20%
Nowy projekt 3 E1	Q2 2013	Q4 2014	9 000	150	60	4 931	6 500	24%
Nowy projekt 4 E1	Q4 2013	Q2 2015	10 000	200	50	4 395	6 000	27%
<b>Start 2013</b>			<b>94 180</b>	<b>1717</b>	<b>55</b>			<b>19%</b>

Źródło: DI BRE Banku

Polnord posiada w ofercie dwa projekty, które najprawdopodobniej wygenerują ujemną marżę na sprzedaży. Chodzi o Rezydencję Sopocką oraz wieloetapowy projekt City Park w Łodzi. Powyższe inwestycje odbijają się negatywnie na średniej marży osiągananej przez Polnord w

latach 2011-2013 (poniżej 20%). Po wyprzedaniu mieszkań z nierentownych projektów zakładamy ustabilizowanie się marż na poziomie 20% począwszy od 2014 r.

### Prognozy wyników sprzedaży

	H1 2011	2011P	2012P	2013P
Sprzedaż netto	584	1 053	953	1 201
Oferta na koniec okresu	1 330	1 604	1 812	2 328
Efektywność sprzedaży	23,1%	19,3%	14,0%	14,5%

Źródło: DI BRE Banku

### Prognozy zapasów

Zakładamy przeznaczenie 30 mln PLN na zakup gruntów w tym roku oraz 65 mln PLN w kolejnych latach. Nie spodziewamy się dużych zakupów wieloletowych gruntów w stylu ostatnich transakcji J.W. Construction i Dom Development. Sądzymy natomiast, że jeszcze w tym roku Spółka może sfinalizować zakup przynajmniej jednej kilkuletniej działki. Wydaje się, że zakup nowej działki zostanie najszybciej sfinalizowany w Krakowie. Spółka przygląda się również gruntom w Warszawie, Wrocławiu i na Górnym Śląsku.

### Prognozy zapasów

	Q2 2011	2011P	2012P	2013P
Zapasy na początek okresu		1 248,9	1 189,1	1 236,8
Zmiana stanu zapasów gotowych i w budowie		-89,8	-17,3	34,7
Zakupy gruntów		30,0	65,0	65,0
<b>Zapasy na koniec okresu</b>	<b>1 248,9</b>	<b>1 189,1</b>	<b>1 236,8</b>	<b>1 336,5</b>

Źródło: DI BRE Banku

## Inwestycje komercyjne

### CH Wilanów głównym źródłem wartości w segmencie komercyjnym

Ważną rolę w wynikach Polnordu odgrywa inwestycja w centrum handlowe w Wilanowie. Szacowana przez nas marża na tym projekcie (przypadająca Polnordowi) to 240 mln PLN. Sądzymy, że największą jej część Spółka rozpozna w 2013 r. Założony przez nas poziom czynszów: 23-24 EUR jest dość konserwatywny (jest to mniej więcej poziom osiągnany w Galerii Kazimierz w Krakowie; w Galerii Mokotów czynsze wynoszą ponad 30 EUR).

### Projekty komercyjne Polnordu (mln PLN)

Projekt	Udział	Start	Koniec	GLA (m2)	Koszt	Wartość	Zysk	Marża
WOP B1	100%	-	Q3 2011	7 277	65,9	91,1	25,1	28%
WOP B3	100%	Q4 2010	07.2012	9 400	62,3	76,7	14,4	19%
WOP B2	100%	Q1 2012	Q3 2013	6 400	42,4	54,0	11,6	21%
<b>Suma</b>				<b>23 077</b>	<b>170,7</b>	<b>221,8</b>	<b>51,1</b>	<b>23%</b>
CH Wilanów	50%	Q4 2012	Q1 2015	76 600	423,5	663,6	240,1	36%

Źródło: DI BRE Banku

### Wilanów Office Park

W realizowanym w Wilanowie parku biurowym Polnord będzie mógł wybudować 150-200 tys. mkw. GLA biur. Sądzymy, że Spółka będzie w stanie rozpocząć kolejne etapy ok. na 8 tys. mkw. w odstępie ok. 1-1,5 roku. Oczekiwana przez nas marża noworozpoczynanych budynków to ok. 20%.

### Parametry do wyceny obiektów komercyjnych Polnordu (mln PLN)

Projekt	NOI			CAPEX			Czynsz PLN(EUR)/m2			Yield			Rozpoznana marża		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
WOP B1	6,7	6,8	7,0	0,0	0,0	0,0	76,5	78,0	79,6	7,2%	7,1%	7,0%	1,7	3,2	3,3
WOP B3	0,9	5,6	5,7	12,5	0,0	0,0	49,0	49,9	50,9	7,2%	7,1%	7,0%	5,7	2,6	2,7
WOP B2	0,0	0,6	3,9	17,0	17,0	0,0	49,0	49,9	50,9	7,2%	7,1%	7,0%	8,0	3,6	1,9
<b>Suma</b>	<b>7,6</b>	<b>13,1</b>	<b>16,6</b>	<b>29,4</b>	<b>17,0</b>	<b>0,0</b>							<b>15,4</b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>
CH Wilanów	0,0	0,0	0,0	44,9	160,9	148,2	23,3	23,7	24,2	6,6%	6,5%	6,5%	40,0	110,0	90,0

Źródło: DI BRE Banku

### Wzrost znaczenia segmentu biurowego

Segment komercyjny powinien w przyszłości zyskać na znaczeniu w Polnordzie kosztem segmentu mieszkaniowego. Przy naszych prognozach zysk brutto ze sprzedaży liczony dla segmentu biurowego stanowi około 20% całości zysków Polnordu (począwszy od 2013 r.). Uwzględniając zyski generowane przez centrum handlowe w Wilanowie (zyski jednostek stowarzyszonych wycenianych metodą praw własności), już w perspektywie najbliższych czterech lat zyski segmentu komercyjnego mogą stanowić ok. 40% zysków Polnordu. Zakładając realizację kolejnych etapów Wilanów Office Park, segment komercyjny ma szansę stać się dominującym źródłem budowania wartości w Polnordzie.

### Prognozy wyniku finansowego w podziale na segmenty

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży mieszkań	275,1	322,2	309,4	360,8	382,7	406,0	430,8	457,0
Koszty własny sprzedaży mieszkań	224,2	260,3	257,2	288,6	306,2	324,8	344,6	365,6
Marża	19%	19%	17%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Zysk brutto segmentu mieszkaniowego</b>	<b>50,9</b>	<b>61,9</b>	<b>52,2</b>	<b>72,2</b>	<b>76,5</b>	<b>81,2</b>	<b>86,2</b>	<b>91,4</b>
Przychody z wynajmu	2,9	10,1	17,4	22,1	22,6	23,0	23,5	24,2
Koszty wynajmu	0,7	2,5	4,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,1
Marża	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
<b>Zysk brutto segmentu biurowego</b>	<b>2,2</b>	<b>7,6</b>	<b>13,1</b>	<b>16,6</b>	<b>16,9</b>	<b>17,3</b>	<b>17,6</b>	<b>18,2</b>

Źródło: DI BRE Banku

## Wycena akcji

Akcje Polnordu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 20,4 PLN jest o 41% wyższa od wartości rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Polnordu.

### Wycena akcji

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	18,4	90%
Wycena metodą porównawczą	22,5	10%
Średnia	18,9	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>20,4</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji metodą porównawczą

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/BV, P/E oraz EV/EBITDA w horyzoncie 2011-2013. Wszystkim wskaźnikom i okresom przyznaliśmy jednakowe wagi. Zwracamy uwagę, że u deweloperów wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony na tle innych branż, gdyż znaczna część kosztów finansowych jest księgowana w kosztach własnych sprzedaży.

### Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	0,88	0,83	0,83	10,0	8,4	10,5	9,2	7,4	9,8
J.W. Construction	0,81	0,76	0,68	15,4	12,2	6,5	13,8	13,4	12,1
Robyg	0,77	0,65	0,63	34,7	4,0	5,6	60,6	5,5	8,2
<b>Mediana</b>	<b>0,81</b>	<b>0,76</b>	<b>0,68</b>	<b>15,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,5</b>	<b>13,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>
<b>Polnord*</b>	<b>0,27</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>
Premia (dyskonto)	-66,5%	-65,9%	-63,5%	-63,7%	-43,7%	-30,8%	-26,8%	13,8%	-2,4%
Wycena 1 akcji (PLN)	43,1	42,4	39,5	39,8	25,7	20,8	27,0	-4,2	-31,2
Waga wskaźnika	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
<b>Ważona wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>22,5</b>								

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

## Wycena akcji metodą DCF

### Założenia modelu DCF

- Spadek cen mieszkań o 2% w 2012 r. oraz wzrost ich cen o 3% od 2014 r.
- Wzrost kosztów budowy mieszkań o 2% w 2012 r. oraz 3% od 2013 r.
- Docelowy poziom zapasów w 2019 r. równy 160% przychodów ze sprzedaży mieszkań (w przypadku pozostałych deweloperów zakładaliśmy zapasy na poziomie 130% przychodów; sądzimy, że obecna, występująca dziś wyjątkowo wysoka wartość zapasów w bilansie usprawiedliwia założenie odnośnie wyższego stanu zapasów w przyszłości).
- Przekazanie 1300 mieszkań w 2014 r. oraz wzrost liczby przekazania o 3% w kolejnych latach.
- Wzrost ceny jednostkowej mieszkania w tempie 3% od 2014 r.
- Od 2014 r. marża brutto na sprzedaży mieszkań równa 20%.
- Wydatki na grunty w wysokości 30 mln PLN H2 2011 r., 65 mln PLN w 2012 i 2013 r.
- Wycena pakietu akcji DSS i udziałów w Wilanów Zdrowa według wartości godziwej.

## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>289,7</b>	<b>332,4</b>	<b>326,9</b>	<b>382,9</b>	<b>405,3</b>	<b>429,1</b>	<b>454,3</b>	<b>481,2</b>	<b>509,8</b>	<b>540,0</b>	
zmiana	60,7%	14,7%	-1,7%	17,1%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>90,2</b>	<b>72,5</b>	<b>11,0</b>	<b>35,2</b>	<b>34,5</b>	<b>37,5</b>	<b>40,6</b>	<b>44,2</b>	<b>48,1</b>	<b>52,2</b>	
marża EBITDA	31,1%	21,8%	3,4%	9,2%	8,5%	8,7%	8,9%	9,2%	9,4%	9,7%	
Amortyzacja	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
<b>EBIT</b>	<b>87,9</b>	<b>70,3</b>	<b>8,9</b>	<b>33,1</b>	<b>32,4</b>	<b>35,3</b>	<b>38,5</b>	<b>42,1</b>	<b>45,9</b>	<b>50,1</b>	
Wycena nieruchomości	1,1	15,4	9,4	7,9	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2	5,4	
Zyski jednostek stowarzyszonych*	0,0	0,0	0,0	0,0	33,2	45,1	46,0	47,4	48,8	50,3	
<b>EBIT korygowany</b>	<b>86,8</b>	<b>54,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>25,1</b>	<b>60,8</b>	<b>75,6</b>	<b>79,6</b>	<b>84,4</b>	<b>89,5</b>	<b>95,0</b>	
marża EBIT	29,9%	16,5%	-0,2%	6,6%	15,0%	17,6%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%	
Opodatkowanie EBIT	16,5	10,4	-0,1	4,8	11,6	14,4	15,1	16,0	17,0	18,0	
<b>NOPLAT</b>	<b>70,3</b>	<b>44,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>20,4</b>	<b>49,3</b>	<b>61,2</b>	<b>64,4</b>	<b>68,4</b>	<b>72,5</b>	<b>76,9</b>	
CAPEX	16,6	12,5	-69,3	-150,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
Kapitał obrotowy	-13,7	-58,3	-84,3	91,4	91,3	91,3	91,2	91,1	91,1	-8,7	
<b>FCF</b>	<b>75,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-151,9</b>	<b>-36,5</b>	<b>140,6</b>	<b>152,5</b>	<b>155,7</b>	<b>159,5</b>	<b>163,6</b>	<b>68,3</b>	<b>70,3</b>
WACC	8,2%	8,2%	7,9%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%	8,5%	8,3%	
współczynnik dyskonta	98,7%	91,3%	84,6%	78,5%	72,7%	67,4%	62,3%	57,6%	53,1%	49,0%	
PV FCF	74,5	0,8	-128,5	-28,6	102,3	102,8	97,0	91,8	86,8	33,4	
<b>WACC</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,3%</b>	
Koszt długu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,1%	
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	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
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	64%	65%	71%	74%	72%	69%	66%	62%	57%	56%	
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)

1 315,5

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

644,3

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

432,3

Wartość firmy (EV)

1 076,5

Dług netto

718,0

Pakiet akcji DSS

7,4

Udział w Wilanów Zdrowa

25,5

Wypłacona dywidenda

7,6

Wpływy z konwersji obligacji

55,0

Wartość firmy

438,8

liczba akcji

23,8

**Wartość firmy na akcję (PLN)****18,4**

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,0%

**Cena docelowa****19,9**

EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej

11,9

P/E('11) dla ceny docelowej

7,7

Udział TV w EV

60%

\* CH Wilanów

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
<b>WACC -1,0pp</b>	14,5	16,7	19,4	22,5	26,5
<b>WACC -0,5pp</b>	14,3	16,5	19,1	22,3	26,2
<b>WACC</b>	14,1	16,3	<b>18,9</b>	22,1	26,0
<b>WACC +0,5pp</b>	13,9	16,1	18,7	21,8	25,7
<b>WACC +1,0pp</b>	13,7	15,9	18,5	21,6	25,5

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>131,5</b>	<b>391,1</b>	<b>221,3</b>	<b>180,3</b>	<b>289,7</b>	<b>332,4</b>	<b>326,9</b>
<i>zmiana</i>	121,2%	197,4%	-43,4%	-18,5%	60,7%	14,7%	-1,7%
Koszt własny sprzedaży	93,2	223,7	178,0	144,4	237,5	262,8	261,6
Zysk brutto ze sprzedaży	38,3	167,3	43,3	35,9	52,1	69,5	65,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	29,1%	42,8%	19,6%	19,9%	18,0%	20,9%	20,0%
Koszty sprzedaży	-0,4	-7,7	-3,6	-17,6	-14,8	-10,4	-11,0
Koszty ogólnego zarządu	-36,0	-52,1	-52,9	-50,6	-45,0	-43,2	-44,5
Wycena nieruchomości	0,0	18,0	118,6	63,2	1,1	15,4	9,4
Pozostała działalność operacyjna netto	29,5	-19,0	-0,5	17,2	94,4	38,9	-10,3
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>106,7</b>	<b>104,9</b>	<b>48,1</b>	<b>87,9</b>	<b>70,3</b>	<b>8,9</b>
<i>zmiana</i>	839,8%	239,8%	-1,7%	-54,1%	82,6%	-19,9%	-87,4%
<i>marża EBIT</i>	23,9%	27,3%	47,4%	26,7%	30,3%	21,2%	2,7%
Wynik na działalności finansowej	-0,7	-6,5	-18,9	25,0	-8,9	-20,4	-24,3
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych*	2,9	0,0	0,0	-0,1	0,0	40,0	110,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>33,6</b>	<b>100,2</b>	<b>86,0</b>	<b>73,1</b>	<b>79,0</b>	<b>89,9</b>	<b>94,6</b>
Podatek dochodowy	-5,6	-20,9	-21,3	-19,0	-17,3	-17,1	-18,0
Pozostałe	70,8	-1,4	-1,0	-2,5	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>98,8</b>	<b>77,8</b>	<b>63,6</b>	<b>51,6</b>	<b>61,6</b>	<b>72,8</b>	<b>76,6</b>
<i>zmiana</i>	-	-21,2%	-18,2%	-19,0%	19,5%	18,2%	5,2%
<i>marża</i>	75,1%	19,9%	28,8%	28,6%	21,3%	21,9%	23,4%
Amortyzacja	1,6	2,0	2,0	2,3	2,3	2,1	2,1
<b>EBITDA</b>	<b>33,0</b>	<b>108,7</b>	<b>106,9</b>	<b>50,4</b>	<b>90,2</b>	<b>72,5</b>	<b>11,0</b>
<i>zmiana</i>	468,9%	229,0%	-1,6%	-52,9%	78,9%	-19,6%	-84,8%
<i>marża EBITDA</i>	25,1%	27,8%	48,3%	28,0%	31,1%	21,8%	3,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,5	18,1	22,2	22,2	23,8	23,8	23,8
EPS	5,7	4,3	2,9	2,3	2,6	3,1	3,2
CEPS	5,7	4,4	3,0	2,4	2,7	3,1	3,3
ROAE	22,1%	8,9%	6,2%	4,5%	5,1%	5,6%	5,6%
ROAA	11,0%	5,1%	3,3%	2,5%	2,8%	3,2%	3,1%

\* CH Wilanów

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 252,9</b>	<b>1 807,8</b>	<b>2 022,5</b>	<b>2 140,8</b>	<b>2 202,2</b>	<b>2 289,0</b>	<b>2 605,0</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>223,4</b>	<b>298,3</b>	<b>478,0</b>	<b>727,6</b>	<b>732,1</b>	<b>794,3</b>	<b>1 016,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	16,4	17,7	16,8	18,7	17,6	17,6	17,6
WNiP	0,2	0,4	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Wartość firmy	136,3	140,0	140,0	132,0	130,1	130,1	130,1
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	10,0	0,0	0,0	69,6	69,6	154,5	425,4
Nieruchomości inwestycyjne	0,5	68,4	264,3	395,9	411,4	401,3	372,7
w tym nieruchomości komercyjne				119,6	158,1	202,9	229,3
Aktywa finansowe	31,2	47,1	29,0	50,1	42,7	30,2	10,1
Należności długoterminowe	0,0	0,2	1,0	32,1	32,6	32,6	32,6
Pozostałe	28,7	24,6	26,6	28,2	27,1	27,1	27,1
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 029,5</b>	<b>1 509,5</b>	<b>1 544,5</b>	<b>1 413,2</b>	<b>1 470,1</b>	<b>1 494,7</b>	<b>1 588,6</b>
Zapasy	884,8	1 343,7	1 300,6	1 212,2	1 189,1	1 236,8	1 336,5
Należności	85,4	69,4	63,3	65,3	133,1	137,1	141,2
Pozostałe aktywa finansowe	22,0	46,6	105,8	70,2	64,2	42,8	7,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,7	12,9	15,4	13,3	12,1	12,0	12,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	32,7	31,2	59,1	52,1	71,6	66,1	91,8
Inne	3,0	5,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>PASYWA</b>	<b>1 252,9</b>	<b>1 807,8</b>	<b>2 022,5</b>	<b>2 140,8</b>	<b>2 202,2</b>	<b>2 289,0</b>	<b>2 605,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>807,6</b>	<b>937,5</b>	<b>1 126,7</b>	<b>1 159,5</b>	<b>1 272,0</b>	<b>1 332,5</b>	<b>1 387,3</b>
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>208,5</b>	<b>509,9</b>	<b>449,1</b>	<b>621,2</b>	<b>479,5</b>	<b>512,4</b>	<b>754,2</b>
Pożyczki i kredyty	176,9	486,7	403,9	556,6	413,9	443,9	683,9
Podatek odroczony	23,7	20,4	44,5	60,4	63,2	66,1	67,9
Rezerwy i inne	8,0	2,8	0,7	4,3	2,4	2,4	2,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>236,8</b>	<b>360,5</b>	<b>446,7</b>	<b>360,1</b>	<b>450,7</b>	<b>444,1</b>	<b>463,5</b>
Pożyczki i kredyty	144,0	130,9	325,6	213,6	257,9	257,9	257,9
Zobowiązania wobec dostawców	76,9	109,1	32,4	34,3	68,6	70,7	72,8
Zaliczki na zakup lokali	0,0	87,0	48,8	62,2	66,1	57,4	74,8
Inne	15,9	33,5	40,0	50,0	58,1	58,1	58,1
Dług	320,9	617,6	729,5	770,2	671,8	701,8	941,8
Dług netto	288,2	586,4	670,3	718,0	600,2	635,7	850,0
(Dług netto / Kapitał własny)	35,7%	62,6%	59,5%	61,9%	47,2%	47,7%	61,3%
(Dług netto / EBITDA)	8,7	5,4	6,3	14,2	6,7	8,8	77,2
<b>BVPS</b>	<b>46,2</b>	<b>51,8</b>	<b>50,8</b>	<b>52,2</b>	<b>53,4</b>	<b>56,0</b>	<b>58,3</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-182,8</b>	<b>-252,5</b>	<b>-86,4</b>	<b>-48,8</b>	<b>86,0</b>	<b>-15,3</b>	<b>-98,9</b>
Zysk brutto	120,5	98,8	84,9	70,6	78,9	89,9	94,6
Amortyzacja	1,6	2,0	2,0	2,3	2,3	2,1	2,1
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-2,9	0,0	0,0	0,1	0,0	-40,0	-110,0
Kapitał obrotowy	-174,1	-323,4	-66,2	-6,3	-13,7	-58,3	-84,3
Wycena nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-15,4	-9,4
Podatek odroczoney	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	1,8
Pozostałe	-128,0	-29,9	-107,2	-115,4	18,5	3,4	6,3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-19,4</b>	<b>-35,2</b>	<b>-37,6</b>	<b>66,8</b>	<b>19,1</b>	<b>12,5</b>	<b>-69,3</b>
CAPEX	-2,5	-3,3	-0,3	2,7	-9,5	-21,4	-125,0
Inwestycje kapitałowe	-12,4	3,2	-8,8	24,2	26,2	34,0	55,8
Pozostałe	-4,5	-35,2	-28,4	39,9	2,5	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>180,9</b>	<b>286,2</b>	<b>152,0</b>	<b>-24,9</b>	<b>-85,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>193,9</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	77,7	0,8	3,7	0,0	0,0
Dług	190,5	294,9	109,0	38,0	-46,2	30,0	240,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-19,1	-7,6	-12,3	-21,8
Pozostałe	-9,6	-8,7	-34,7	-44,6	-35,5	-20,4	-24,3
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-21,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>28,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>19,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>25,6</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	32,7	31,2	59,1	52,1	71,6	66,1	91,8
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,86	0,32	0,52	0,92
FCF	-161,9	-249,7	-84,5	11,1	75,5	0,9	-151,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	0,8%	0,2%	-1,5%	3,3%	6,4%	38,3%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	2,6	3,4	5,0	6,2	5,6	4,7	4,5
P/CE	2,5	3,3	4,9	6,0	5,4	4,6	4,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/S	1,9	0,7	1,4	1,8	1,2	1,0	1,1
FCF/EV	-30,0%	-29,5%	-8,5%	1,1%	8,0%	0,1%	-12,7%
EV/EBITDA	16,4	7,8	9,3	20,6	10,5	13,5	108,4
EV/EBITDA korygowany*	14,1	7,5	9,0	20,0	10,1	8,4	9,6
EV/EBIT	17,2	7,9	9,4	21,6	10,7	13,9	134,6
EV/S	4,1	2,2	4,5	5,8	3,3	2,9	3,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	2,2%	3,6%	6,4%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>14,4</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,5	18,1	22,2	22,2	23,8	23,8	23,8
MC (mln PLN)	252,2	261,4	320,0	320,6	343,5	343,5	343,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	540,4	847,8	990,4	1 038,6	943,6	979,2	1 193,5

\* korekta o udział w zyskach jednostek stowarzyszonych (zyski z CH Wilanów)

**Deweloperzy**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>1,15 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>1,84 PLN</b>
Kapitalizacja	0,30 mld PLN
Free float	0,05 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,10 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

LBPOL William II S.A.R.L.	39,20%
Nanette Real Estate Group N.V.	32,20%
Robyg B.V.	12,06%

Pozostali 16,54%

**Profil spółki**

Robyg jest deweloperem mieszkaniowym o 10-letnim doświadczeniu w działalności na rynku warszawskim. W 2009 r. spółka poszerzyła zasięg działalności o Gdańsk, zaś w 2012 r. wejdzie na rynek wrocławski. Obecnie spółka realizuje 7 projektów deweloperskich. Grupa Robyg posiada własną firmę świadczącą usługi generalnego wykonawstwa.

**Ważne daty**

10.11 - publikacja raportu za Q3

# Robyg

ROB.PW; ROBP.WA

## Kupuj

(Wznowiona)

### Najbardziej efektywna spółka w sektorze

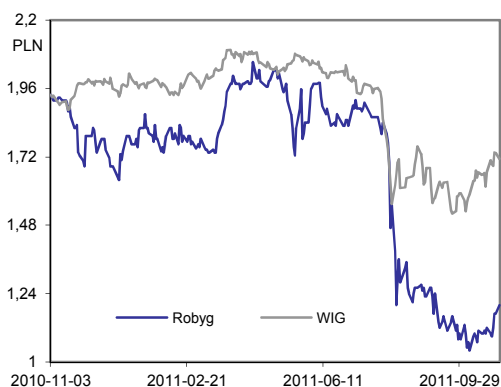
Robyg wyróżnia się spośród innych analizowanych deweloperów niskim poziomem kosztów ogólnych. Ich udział w przychodach ze sprzedaży powinien spaść w przyszłym roku do około 5% (szacujemy, że w długim terminie możliwy jest do utrzymania poziom ok. 6%). Drugą mocną stroną spółki jest bardzo wysoka efektywność sprzedaży (Q1: 36% Q2: 25% Q3: 22%). Są to najlepsze wyniki wśród porównywanych deweloperów. Spółka osiągnęła tak dobrą sprzedaż, pomimo że średnia powierzchnia i cena mieszkania w ofercie dewelopera jest wyższa niż u konkurencji. Świadczy to o dużej atrakcyjności oferty Robyga. Spółka posiada również najwyższą dynamikę wzrostu sprzedaży (Po 9M 2011 wzrost sprzedaży o 95% r/r). W najbliższych kwartałach powinniśmy usłyszeć w nowych zakupach gruntów. Spółka potrzebuje nowych działek, by zastąpić kończące się zasoby gruntów w dwóch inwestycjach w Wilanowie. Nasze prognozy zakładają przeznaczenie jeszcze 30 mln PLN na ten cel do końca 2011 r. oraz 60 mln PLN rocznie w kolejnych dwóch latach. Taka kwota zapewniłaby utrzymanie zakładanego przez nas wolumenu sprzedaży pomimo zaostrzającej się konkurencji na rynku i spadku tempa sprzedaży mieszkań. Cenę docelową dla akcji Robyga wyznaczamy na 1,84 PLN, co implikuje 60% potencjał wzrostu kursu. Rekomendujemy kupno walorów Robyga.

**Nowe inwestycje mogą szybciej niż zakładamy wpłynąć na wynik**

Robyg jest jednym z nielicznych deweloperów, którzy najprawdopodobniej zrealizują swoje plany sprzedażowe za 2011 r. Inaczej wygląda kwestia przekazania mieszkań. Ze względu na opóźnienia na placach budów większość projektów, których ukończenie było zaplanowane na Q4 2011 r., wejdzie dopiero w wyniki Q1 2012 r., co jest główną przyczyną niskiego wyniku finansowego w 2011 r. Nasze prognozy finansowe ostrożnie zakładają, że pierwsze zyski z gruntów zakupionych w H2 2011 r. pojawią się dopiero w 2014 r. Nie wykluczone jednak, że Spółka wcześniej zdoła przygotować nowe etapy pod budowę.

**Pierwszy projekt biurowy w Wilanowie**

W marcu Robyg objął 51% udziałów w projekcie biurowym w Wilanowie. Na 3 ha działce można wybudować ok. 35 tys. mkw. GLA. Sądzymy, że rozpoczęcie działalności w segmencie komercyjnym będzie korzystne dla Spółki. Cena gruntu może umożliwić osiągnięcie ponad 30% marży. Sam segment komercyjny wydaje się nam obecnie bardziej perspektywiczny od działalności mieszkaniowej. Korzystnie oceniamy także lokalizację inwestycji. Sądzymy, że dzięki konkurencyjnym stawkom czynszu Wilanów będzie przyciągał firmy planujące wynająć biuro w Warszawie. Duże znaczenie może też odegrać migracja części firm ze Śródmieścia lub Mokotowa w celu ograniczenia kosztów działalności.

**Kurs akcji Robyg na tle WIG****Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	102,0	284,8	125,2	510,2	418,8
EBITDA	8,8	47,6	11,8	128,7	95,5
marża EBITDA	8,6%	16,7%	9,4%	25,2%	22,8%
EBIT	8,0	46,9	11,1	128,0	94,9
Zysk netto	6,3	31,7	8,5	74,6	52,5
P/E	40,0	9,3	34,7	4,0	5,6
P/CE	35,8	9,1	31,9	3,9	5,6
P/BV	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	95,9	13,8	60,6	5,5	8,2
DYield	0,0%	0,0%	6,1%	1,2%	10,1%

## Plany spółki i charakterystyka projektów

### Warszawa i Gdańsk głównymi rynkami

Obecnie Robyg posiada 4 wieloetapowe inwestycje mieszkaniowe na rynku warszawskim i 3 projekty w Gdańsku. W 2011 i 2012 r. projekty warszawskie powinny wygenerować ponad 80% przychodów Grupy. W kolejnych latach udział ten będzie maleć na rzecz Gdańska. Oprócz Warszawy i Gdańska Spółka posiada grunt inwestycyjny (5,5 ha) na południu Wrocławia. Sądzimy, że Robyg zdecyduje się na kupno kolejnej działki w tym mieście, tak by rozpocząć jednocześnie 2 projekty. Wrocław nie jest jednak priorytetem w planach Spółki, dlatego zakładamy rozpoczęcie budowy mieszkań we Wrocławiu nie wcześniej niż za 2 lata.

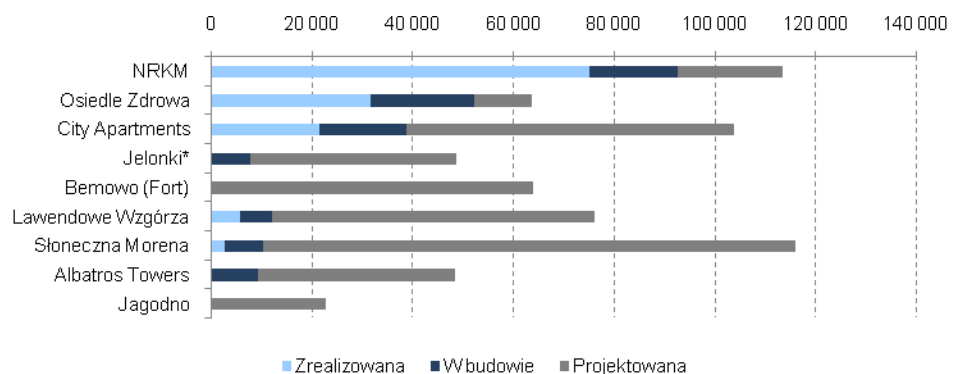
### Potencjał obecnego banku ziemi i spodziewane zakupy gruntów

#### Warszawa

W Warszawie wszystkie inwestycje Robyga znajdują się po lewej stronie Wisły. Spółka posiada 2 projekty w Wilanowie: Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki oraz Osiedle Zdrowa. W obu inwestycjach powoli kończy się zasób gruntu pod nowe etapy. Do rozpoczęcia pozostały jeszcze trzy etapy łącznie na około 500 lokali.

W Warszawie spółka jest jeszcze obecna na Bemowie i Żoliborzu. Na Bemowie realizowany jest projekt Osiedle Kameralne na około 600 mieszkań. Obecnie trwa pierwszy etap tej inwestycji. W czerwcu tego roku Robyg zawarł przedwstępną umowę kupna działki sąsiadującej z inwestycją Osiedle Kameralne, na której można wybudować kolejne 300 lokali. Koszt gruntu w 1 mkw. PUM szacujemy na ok. 800 PLN, co powinno wygenerować ponad 25% marżę brutto na sprzedaży. Projekt na Żoliborzu jest na wczesnym etapie rozwoju. Obecnie trwa budowa drugiego spośród siedmiu etapów tej inwestycji.

#### Szacunkowa powierzchnia (PUM) banku ziemi Grupy Robyg



Źródło: Robyg, szacunki DI BRE; \*Osiedle Kameralne oraz grunt przy ul. Powstańców Śląskich zakupiony w Q2 2011

By utrzymać poziom sprzedaży mieszkań na porównywalnym poziomie jak w pierwszych dwóch kwartałach 2011 r. Robyg musi zastąpić nowymi gruntami dwa dobiegające końca projekty na Wilanowie. Plany Spółki na ten rok przewidują nabycie trzech dużych działek w Warszawie, których łączny potencjał może wynieść nawet 2,4 tys. mieszkań. Jedna z działek ma być zlokalizowana na prawym brzegu Wisły. Część tego planu Spółka zrealizowała nabywając kolejną działkę na Bemowie, której potencjał szacujemy na około 1200 mieszkań. Cena nabycia powyższej działki nie przekracza 700 PLN/m<sup>2</sup> PUM, co powinno pozwolić na uzyskanie ponad 25% marży. W tym roku spodziewamy się sfinalizowania zakupu kolejnej działki. Nabycie gruntu na prawym brzegu Wisły powinno nastąpić w przyszłym roku.

Projekty rozpoczynane na nowych gruntach nie mają już szans, by wpłynąć na wynik finansowy 2012 r., natomiast ich udział w przychodach 2013 r. jest sprawą otwartą. W przypadku, gdyby nowe działki miały wydaną decyzję o warunkach zabudowy, uzyskanie pozwolenia na budowę i rozpoczęcie inwestycji mogłoby nastąpić jeszcze w połowie przyszłego roku. Nasze prognozy ostrożnie zakładają, że pierwsze etapy inwestycji na nowych gruntach zostaną ukończone w połowie 2014 r.

#### Gdańsk

Trzy gdańskie inwestycje są na wczesnym etapie zaawansowania. Dotychczas oddane do użytku zostały jedynie pierwsze etapy inwestycji Lawendowe Wzgórze oraz Słoneczna

Morena. W drugim kwartale rozpoczęto budowę pierwszego etapu Albatros Towers. Wszystkie projekty prowadzone przez Robyg w Gdańsku są wieloetapowymi inwestycjami. Bank ziemi w projekcie Albatros Towers pozwoli na uruchamianie kolejnych etapów przynajmniej do końca 2014 r. Dwie pozostałe inwestycje będą rozłożone na jeszcze dłuższy okres czasu.

### **Wrocław**

Rozpoczęcie projektów we Wrocławiu zdywersyfikuje portfel inwestycji spółki. Spodziewamy się, że Spółka wystartuje z nową ofertą w tym mieście po rozszerzeniu banku ziemi we Wrocławiu. Zakup gruntu w nowej lokalizacji pozwoliłby spółce efektywniej rozłożyć koszt uruchomienia biura sprzedaży.

## **Inwestycje komercyjne**

### **Biura w Wilanowie – nowy obszar działalności**

W Q1 2011 Robyg nabył 51% udziałów w Wilanów Office Center (WOC), spółce będącej właścicielem 3 ha działki przy Al. Rzeczypospolitej w Wilanowie. Nieruchomość daje możliwość wybudowania ok. 35 tys. mkw. powierzchni najmu. Szacunkowy koszt gruntu w 1 mkw. GLA (ok. 1000 PLN) kształtuje się poniżej obecnych stawek w tej lokalizacji. Sądymy, że spółka jest w stanie wypracować ok. 30% marżę na tym projekcie. W Q2 2011 Robyg przeszacował wartość gruntu, na którym będą budowane biura o prawie 6 mln PLN. Podobnego przeszacowania spodziewamy się w Q3.

### **Biura - szansa czy zagrożenie?**

Segment komercyjny nie był dotychczas obecny w ofercie Robyga, stąd Spółka nie ma doświadczenia w realizacji projektów biurowych. Dywersyfikację działalności oceniamy jednak pozytywnie i sądymy, że przyniesie Spółce zysk, ponieważ:

- grunt został kupiony po korzystnej cenie,
- skala projektu jest rozsądna (30 tys. mkw. GLA rozłożone na etapy po ok. 7 tys. mkw.),
- istnieje szansa na szybkie rozpoczęcie inwestycji (dotychczasowe wypowiedzi Zarządu sugerują początek 2012 r.),
- w segmencie biurowym w Warszawie panuje obecnie dobra koniunktura (spada poziom pustostanów, popyt przewyższa podaż),
- widzimy potencjał Wilanowa jako lokalizacji biurowej (zauważalna migracja firm z COB w poszukiwaniu tańszych lokalizacji, niższe koszty dla najemców niż na Mokotowie, inwestycje drogowe, które istotnie poprawią skomunikowanie Wilanowa z resztą Warszawy).

## **Wyniki Q2 2011**

Wyniki Robyga były zbliżone do naszych prognoz. Przychody ze sprzedaży wyniosły 27,8 mln PLN (prognoza: 25,2 mln PLN), a marża na sprzedaży mieszkań (z uwzględnieniem przychodów z tytułu usług budowlanych świadczonych na rzecz Robyg Ogród Jelonki) wyniosła 20,0% przy prognozie 20,5%. W większości projektów, z których nastąpiły przekazania w Q2, pozostały już ostatnie mieszkania. Naturalne w takiej sytuacji jest przyznawanie upustów cenowych. Mimo tego Spółka poprawiła marżę na sprzedaży mieszkań w porównaniu do Q1 2011 (17,7%). Pozytywnym zaskoczeniem jest wysokość kosztów ogólnych. Koszty sprzedaży spadły o 23% q/q (1,9 mln PLN), natomiast wzrost kosztów zarządu q/q będący efektem prowadzonego programu motywacyjnego był mniejszy niż się spodziewaliśmy (koszty zarządu: 3,9 mln PLN). Wycena nieruchomości inwestycyjnych wyniosła 5,9 mln PLN wobec prognozowanych 5 mln PLN. Na wynik z pozostałej działalności operacyjnej negatywny wpływ miało zawiązanie rezerwy w wysokości 1,25 mln PLN na koszty spraw sądowych. Saldo działalności finansowej uległo poprawie q/q (Q2: 0,1 mln PLN vs. Q1: -0,3 mln PLN). Zysk netto przypisany jednostce dominującej wyniósł 0,3 mln PLN (prognoza: 0,6 mln PLN). Tak niski zysk netto przy zysku brutto na poziomie 4,2 mln PLN to efekt przypisania 2,4 mln PLN akcjonariuszom mniejszościowym (zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych).

## Wyniki Robyga w podziale na projekty deweloperskie w Q2 2011 vs. prognoza DI BRE

Projekt	Wyniki			Prognoza DI BRE		
	Przychody	Zysk*	Marża %	Przychody	Zysk*	Marża %
NRKM	6,3	1,6	26,0%	5,2	1,4	26,9%
Osiedle Zdrowa	4,8	1,1	22,3%	4,4	0,8	18,3%
City Apartments	8,5	1,1	12,8%	6,3	0,7	11,8%
Lawendowe Wzgórze	4,0	1,2	30,8%	4,2	1,5	35,6%
Słoneczna Morena	1,3	0,3	23,9%	2,1	0,5	23,1%
Osiedle Kameralne (usługi budowlane)	2,3	0,1	4,9%	3,0	0,2	8,0%
<b>Suma</b>	<b>27,3</b>	<b>5,5</b>	<b>20,0%</b>	<b>25,2</b>	<b>5,2</b>	<b>20,5%</b>

Źródło: DI BRE Bank S.A., Robyg S.A.; \* Zysk brutto ze sprzedaży

## Wyniki Q2 2011 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2011	Q2 2011P	Różnica	Q2 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	27,8	25,2	10,3%	65,8	-57,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,4	5,2	4,0%	14,6	-63,2%
Marża %	19,3%	20,5%	-	22,2%	-
EBIT	4,2	2,6	59,4%	12,4	-66,4%
Marża %	15,0%	10,4%	-	18,9%	-
Zysk brutto	4,2	1,8	138,5%	11,7	-63,8%
Marża %	15,3%	7,1%	-	17,8%	-
Zysk netto	0,3	0,6	-56,8%	8,5	-96,8%
Marża %	1,0%	2,5%	-	12,8%	-

Źródło: DI BRE Banku, Robyg

## Prognozy finansowe

## Słabe wyniki najbliższych dwóch kwartałów

Niska liczba przekazanych lokali w Q2 2011 to efekt wstrzymania inwestycji w czasie kryzysu na rynku nieruchomości. W pierwszych trzech kwartałach 2010 r. Robyg rozpoczął jedynie jedną inwestycję na 60 mieszkań (Słoneczna Morena E2). W Q4 2010 zostały natomiast uruchomione 4 etapy w inwestycjach Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki (NRKM), Osiedle Zdrowa, City Apartments oraz Lawendowe Wzgórze łącznie na 676 lokali. Planowany termin zakończenia powyższych inwestycji to Q4 2011 i Q1 2012.

Luka w rozpoczynaniu nowych etapów implikuje dwie istotne kwestie. Po pierwsze, wynik finansowy Q3 będzie równie słaby jak w Q1 i Q2 2011. Na koniec Q2 w zakończonych projektach znajdowało się około 120 mieszkań do przekazania. Po drugie, w Q4 2011/Q1 2012 planowane jest zakończenie czterech inwestycji o łącznej liczbie 508 lokali. Oznacza to, że wynik Q4 zależy od dokładnego terminu zakończenia powyższych projektów. Spodziewamy się, że zdecydowana większość mieszkań przejdzie na wyniki 2012 r., a w Q4 2011 jedynie ok. 80 mieszkań zostanie rozliczonych. Na koniec Q2 we wspomnianych czterech budynkach sprzedanych było ok. 60% lokali, co należy uznać za bardzo dobry wynik jak na tak wczesny etap inwestycji. Szacujemy, że do końca roku 81% mieszkań w tych projektach zostanie sprzedanych, z czego około 9% pojawi się w wyniku 2011 r.

## Zdarzenie jednorazowe poprawi wyniki 2011 r.

W raporcie bieżącym nr 55/2011 spółka poinformowała o przeniesieniu zorganizowanej części przedsiębiorstwa w formie aportu do spółki ROBYG Development 2 Sp. z o.o.. Reorganizacja dotyczy aktywów związanych z inwestycją Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki (NRKM), a jednym ze skutków są oszczędności podatkowe, które Spółka przedstawi w wynikach Q4 2011. Oszczędności z tytułu przeniesienia wspomnianych aktywów szacujemy na około 5 mln PLN. Spodziewamy się, że reorganizacja będzie kontynuowana w Q4, co wiązałoby się z dodatkowymi oszczędnościami. Całkowity poziom oszczędności podatkowych, które Spółka jest w stanie osiągnąć zależy od skali reorganizacji oraz różnicy między ceną nabycia, a wartością rynkową przenoszonych aktywów. W raporcie zakładamy, że będzie to kwota 10 mln PLN pomniejszająca wartość podatku dochodowego w wynikach Q4 2011.

## Poprawa marż od 2012 r.

Średnia marża brutto ze sprzedaży wyniosła w H1 2011 18,1% i była niższa od przeciętnego poziomu z 2010 r. o ok. 4,5p.p.. Był to efekt uwzględnienia niskomarżowego kontraktu na świadczenie usług budowlanych na rzecz Robyg Ogród Jelonki oraz sprzedaży po niższych

marżach ostatnich sztuk apartamentów w inwestycji City Apartments. Powyższe zdarzenia negatywnie wpłyną także na marże kolejnych kwartałów. W 2012 powinna nastąpić istotna poprawa marż w związku z ukończeniem inwestycji rozpoczętych w H2 2010, które były kontraktowane po niskich kosztach. Niskie koszty budowy cechują także inwestycje rozpoczęte w H1 2011, stąd w całym 2012 r. oczekujemy wysokiej 29% marży ze sprzedaży mieszkań.

Zwracamy uwagę na marże osiągane przez Robyg po uwzględnieniu korekt konsolidacyjnych przeprowadzonych na potrzeby IPO. Średnia marża obliczona przy uwzględnieniu historycznego kosztu zakupu gruntu wyraźnie przekracza 30% w projektach Osiedle Zdrowa, City Apartments i Lawendowe Wzgórze. Historycznie Robyg kupował grunty po bardzo atrakcyjnych cenach. Jest to istotne z punktu widzenia obecnych planów zakupowych.

### Prognozy wyników finansowych Grupy Robyg w poszczególnych projektach

Inwestycja	Przychody			Zysk brutto ze sprzedaży			Marża %		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
<b>Warszawa</b>									
NRKM	24,6	137,1	66,6	5,3	52,6	25,3	21,4%	38,3%	38,0%
Osiedle Zdrowa	41,5	109,5	75,6	9,1	25,2	16,0	21,8%	23,0%	21,2%
City Apartments	25,2	133,5	107,7	3,3	40,1	32,1	12,9%	30,0%	29,8%
Osiedle Kameralne*	12,3	53,2	32,2	1,0	10,6	6,1	8,2%	19,9%	18,9%
<b>Gdańsk</b>									
Lawendowe Wzgórze	10,3	36,3	28,1	3,4	10,5	5,9	32,7%	29,0%	21,0%
Słoneczna Morena	8,6	40,5	56,6	1,9	9,6	13,0	21,9%	23,7%	23,0%
Albatros Towers	0,0	0,0	51,1	0,0	0,0	13,0	-	-	25,4%
Pozostała działalność	2,7	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	-	-	-
<b>Suma</b>	<b>125,2</b>	<b>510,2</b>	<b>417,9</b>	<b>23,0</b>	<b>148,6</b>	<b>111,5</b>	<b>18,3%</b>	<b>29,1%</b>	<b>26,7%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.; \*uwzględnia świadczenie usług budowlanych na rzecz ROBYG Ogród Jelonki

Nie spodziewamy się utrzymania tak wysokich marż w kolejnych latach. Negatywny wpływ na marże będzie miał spodziewany wzrost kosztów budowy przy jednoczesnym spadku średniej ceny m<sup>2</sup> mieszkania. Szczegóły odnośnie kosztów i cen sprzedaży w kolejnych etapach przedstawia tabela poniżej.

## Charakterystyka projektów Robyga (Warszawa)

Projekt	Etap	Start	Koniec	PUM	Suma	Lokale		Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża
						Oddane*	Pow. jedn.			
NRKM	2	Q4 2004	Q4 2006	15 321	167	165	92	3 976	6 000	34%
NRKM	3	Q3 2006	Q4 2007	12 606	122	122	103	4 757	7 000	32%
NRKM	9 (m)	Q3 2006	Q2 2008	10 726	121	119	89	4 866	6 800	28%
NRKM	4	Q2 2007	Q1 2009	10 564	106	82	100	5 795	5 900	2%
NRKM	6	Q2 2008	Q1 2010	11 055	126	102	88	5 053	6 900	27%
NRKM	6 (h)	Q2 2008	Q1 2010	267	3	1	89	5 053	7 500	33%
NRKM	8, 10	Q4 2010	Q1 2012	15 896	218	0	73	4 400	7 100	38%
NRKM	8, 10 (h)	Q4 2010	Q1 2012	1 620	11	0	147	4 400	11 000	60%
NRKM	7	Q4 2011	Q2 2013	10 327	173	0	60	4 400	7 100	38%
NRKM	5	Q3 2012	Q1 2014	10 503	170	0	62	4 737	6 958	32%
				<b>98 885</b>	<b>1217</b>	<b>591</b>	<b>81</b>			<b>31%</b>
City Apartments	1	Q4 2007	Q4 2009	18 877	225	211	84	6 611	7 200	8%
City Apartments	1 (h)	Q4 2007	Q4 2009	2 012	9	3	224	7 978	9 950	20%
City Apartments	2	Q4 2010	Q1 2012	16 131	222	0	73	5 600	8 000	30%
City Apartments	2 (h)	Q4 2010	Q1 2012	1 176	6	0	196	5 600	8 900	37%
City Apartments	3	Q4 2011	Q2 2013	13 650	219	0	62	5 600	8 000	30%
City Apartments	4	Q3 2012	Q1 2014	18 603	286	0	65	6 122	7 840	22%
City Apartments	5	Q4 2013	Q2 2015	12 800	200	0	64	6 335	7 840	19%
City Apartments	6	Q4 2014	Q2 2016	11 126	151	0	74	6 341	8 075	21%
City Apartments	7	Q1 2015	Q3 2016	8 720	117	0	75	6 938	8 075	14%
				<b>103 095</b>	<b>1435</b>	<b>214</b>	<b>72</b>			<b>21%</b>
Osiedle Zdrowa	1	Q1 2007	Q2 2008	13 595	177	175	77	6 606	6 900	4%
Osiedle Zdrowa	4	Q2 2009	Q4 2010	11 039	152	126	73	5 100	6 100	16%
Osiedle Zdrowa	5	Q4 2010	Q4 2011	9 233	157	0	59	5 100	6 800	25%
Osiedle Zdrowa	5 (h)	Q4 2010	Q4 2011	762	4	0	190	5 223	7 930	34%
Osiedle Zdrowa	2	Q2 2011	Q3 2012	9 593	170	0	56	5 379	6 770	21%
Osiedle Zdrowa	2 (h)	Q2 2011	Q3 2012	809	4	0	202	5 379	7 975	33%
Osiedle Zdrowa	3	Q4 2011	Q2 2013	11 477	194	0	59	5 352	6 700	20%
				<b>56 509</b>	<b>858</b>	<b>301</b>	<b>66</b>			<b>17%</b>
Osiedle Kameralne	1	Q1 2011	Q2 2012	7 808	133	0	59	5 100	6 500	22%
Osiedle Kameralne	1 (h)	Q1 2011	Q2 2012	61	2	0	31	5 100	8 000	36%
Osiedle Kameralne	2	Q2 2012	Q4 2013	5 585	98	0	57	5 301	6 500	18%
Osiedle Kameralne	3	Q2 2013	Q4 2014	9 500	170	0	56	5 412	6 500	17%
Osiedle Kameralne	4	Q2 2014	Q4 2015	9 500	170	0	56	4 962	6 695	26%
Powstańców Śl.	1	Q3 2012	Q1 2014	8 000	154	0	52	4 702	6 500	28%
Powstańców Śl.	2	Q3 2013	Q1 2015	4 125	75	0	55	4 818	6 500	26%
Powstańców Śl.	3	Q3 2014	Q1 2016	4 125	75	0	55	5 106	6 695	24%
				<b>48 704</b>	<b>877</b>	<b>0</b>	<b>56</b>			<b>23%</b>
Fort	1	Q4 2012	Q2 2014	8 000	154	0	52	4 410	6 200	29%
Fort	2	Q4 2013	Q2 2015	8 000	154	0	52	4 520	6 200	27%
Fort	3	Q4 2014	Q2 2016	8 000	154	0	52	4 634	6 386	27%
Fort	4	Q4 2015	Q2 2017	8 000	154	0	52	4 751	6 578	28%
Fort	5-8	Q4 2016	2020	32 000	615	0	52	4 871	6 775	28%
				<b>64 000</b>	<b>1231,4</b>	<b>0</b>	<b>52</b>			<b>28%</b>
Wilanów (nowy)	1	Q4 2012	Q2 2014	8 000	145	0	55	4 687	6 400	27%
Wilanów (nowy)	2	Q4 2013	Q2 2015	8 000	145	0	55	4 790	6 400	25%
				<b>16 000</b>	<b>290</b>	<b>0</b>	<b>55</b>			<b>26%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., Robyg S.A.; \*Szacunki na koniec Q1 2011

## Charakterystyka projektów Robyga (Gdańsk i Wrocław)

Projekt	Etap	Start	Koniec	PUM	Lokale		Koszt / PUM	Cena / PUM	Marża	
					Suma	Oddane* Pow. jedn.				
<b>GDAŃSK</b>										
Słoneczna Morena	1a	Q4 2009	Q4 2010	1 350	8	4	169	4 765	6 100	22%
Słoneczna Morena	1b	Q4 2009	Q2 2011	1 368	13	0	105	4 900	6 200	21%
Słoneczna Morena	2b	Q3 2010	Q1 2012	3 350	60	0	56	4 518	6 000	25%
Słoneczna Morena	2a	Q2 2011	Q3 2012	4 391	73	0	60	4 443	5 800	23%
Słoneczna Morena	4	Q4 2011	Q1 2013	1 833	12	0	153	4 900	6 100	20%
Słoneczna Morena	5	Q2 2012	Q2 2013	4 514	80	0	56	4 443	5 900	25%
Słoneczna Morena	6	Q2 2012	Q3 2013	1 350	8	0	169	4 767	6 100	22%
Słoneczna Morena	7	Q3 2012	Q4 2013	4 420	78	0	57	4 432	5 800	24%
Słoneczna Morena	8	Q3 2012	Q3 2013	1 368	13	0	105	4 738	5 978	21%
Słoneczna Morena	9	Q1 2013	Q1 2014	1 368	13	0	105	4 665	5 978	22%
				<b>25 312</b>	<b>358</b>	<b>4</b>	<b>71</b>			<b>23%</b>
Lawendowe Wzg.	1	Q3 2009	Q4 2010	5 766	103	59	56	2 900	4 200	31%
Lawendowe Wzg.	2	Q4 2010	Q1 2012	3 098	58	0	53	2 900	4 200	31%
Lawendowe Wzg.	3	Q2 2011	Q2 2012	3 457	68	0	51	2 900	4 200	31%
Lawendowe Wzg.	4	Q3 2011	Q4 2012	3 000	58	0	52	3 215	4 200	23%
Lawendowe Wzg.	5	Q2 2012	Q3 2013	4 318	81	0	53	3 360	4 200	20%
Lawendowe Wzg.	6	Q3 2012	Q4 2013	5 700	114	0	50	3 317	4 116	19%
Lawendowe Wzg.	7	Q2 2013	Q4 2014	8 000	160	0	50	3 343	4 116	19%
Lawendowe Wzg.	8	Q1 2014	Q2 2015	8 000	160	0	50	3 328	4 116	19%
				<b>41 339</b>	<b>802</b>	<b>59</b>	<b>52</b>			<b>23%</b>
Albatros Towers	1	Q2 2011	Q1 2013	7 958	143	0	56	4 800	6 300	24%
Albatros Towers	1 (h)	Q2 2011	Q1 2013	1 480	6	0	247	4 800	7 200	33%
Albatros Towers	2	Q2 2012	Q1 2014	7 424	128	0	58	4 979	6 174	19%
Albatros Towers	2 (h)	Q2 2012	Q1 2014	2 365	30	0	79	4 979	7 056	29%
Albatros Towers	3	Q1 2013	Q3 2014	9 740	136	0	72	5 124	6 051	15%
Albatros Towers	4	Q1 2014	Q3 2015	9 740	136	0	72	5 285	6 051	13%
Albatros Towers	5	Q1 2015	Q3 2016	9 740	136	0	72	5 438	6 232	13%
				<b>48 447</b>	<b>715</b>	<b>0</b>	<b>68</b>			<b>18%</b>
<b>WROCŁAW</b>										
Jagodno	2	Q3 2013	Q3 2014	2 030	30	0	68	4 788	5 800	17%
Jagodno	3	Q1 2014	Q4 2014	1 650	25	0	66	5 056	5 974	15%
Jagodno	1	Q3 2013	Q1 2015	12 035	200	0	60	5 044	5 900	15%
Jagodno	4	Q4 2014	Q3 2015	1 980	30	0	66	5 128	5 974	14%
Jagodno	5	Q2 2015	Q1 2016	2 805	42	0	67	5 341	6 153	13%
Jagodno	6	Q4 2015	Q3 2016	2 310	35	0	66	5 404	6 153	12%
				<b>22 810</b>	<b>362</b>	<b>0</b>	<b>63</b>			<b>14%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., Robyg S.A.; \*Szacunki na koniec Q1 2011

## Efektywność sprzedaży

Robyg ma za sobą dwa świetne kwartały pod względem sprzedaży. Ogólnie w H1 2011 efektywność sprzedaży wyniosła prawie 28%, czym nie może pochwalić się żaden z analizowanych deweloperów. Z uwagi na szybko rosnącą ofertę konkurencji oraz wejście kluczowych projektów w późną fazę sprzedaży, sądzimy, że efektywność sprzedaży w kolejnych kwartałach zacznie spadać. 15,6% jest naszym docelowym średnim poziomem na lata 2012-2013.

## Prognozy wyników sprzedaży

(szt.)	H1 2011	2011P	2012P	2013P
Sprzedaż netto	534	1 001	859	1 027
Oferta na koniec okresu	1 108	881	1 697	1 817
Efektywność sprzedaży	28,0%	25,9%	16,7%	14,6%

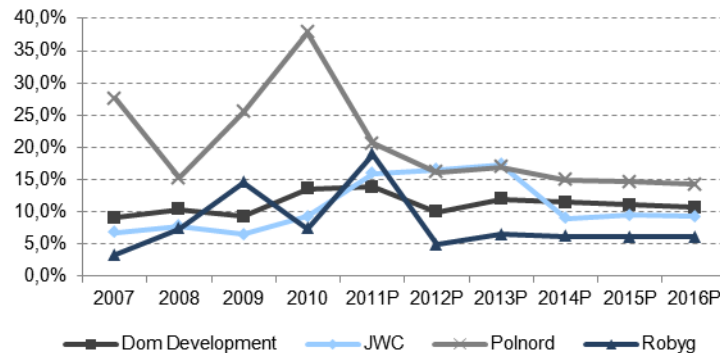
Źródło: DI BRE Banku

## Najniższe wśród konkurencji koszty ogólne

Robyg cechuje się najniższymi z analizowanych spółek kosztami ogólnego zarządu i sprzedaży. Szacujemy, że w latach 2012-2013 SG&A będą stanowiły 5-6% przychodów ze

sprzedaży, podczas gdy w konkurencji ten wskaźnik powinien oscylować między 10 a 17%. Dzieje się tak, mimo że w Robygu zakładamy najszybszy wśród analizowanych deweloperów wzrost kosztów ogólnych. Robyg powinien wyróżniać się również w kolejnych latach najwyższą efektywnością na poziomie kosztów SG&A.

### Koszty sprzedaży oraz koszty ogólnego zarządu jako % sprzedaży



Źródło: DI BRE Banku

### Zyski z segmentu komercyjnego

W wycenie zakładamy ukończenie jednego etapu Wilanów Office Center (WOC) na 7 tys. mkw. GLA do końca 2013 r. Bank ziemi pod projekty komercyjne na Wilanowie pozwala jeszcze na budowę biur o powierzchni 23 tys. mkw. Na tak wczesnym etapie realizacji projektu na Wilanowie nie decydujemy się jeszcze na uwzględnienie zysków z kolejnych etapów projektu.

### Projekty komercyjne Grupy Robyg (mln PLN)

Projekt	Udział	Start	Koniec	GLA (m2)	Koszt	Wartość	Zysk	Marża
WOC E1	51%	Q1 2012	Q3 2013	7 000	34,3	52,4	18,1	35%

Źródło: DI BRE Banku

### Parametry do wyceny obiektów komercyjnych Grupy Robyg\*

Projekt	NOI (mln PLN)		Najem (%)		Czynsze (EUR/m2)		Yield	
	2013P	2014P	2013P	2014P	2013P	2014P	2013P	2014P
WOC E1	0,9	4,4	80%	100%	12,7	13,0	8,0%	8,0%

Źródło: DI BRE Banku; \*EUR/PLN=4,0

### Prognozy zapasów

Sądzymy, że wielkość zapasów Robyga znacząco wzrośnie jeszcze w tym roku. Stanie się to za sprawą znacznych zakupów gruntów oraz poprzez wzrost liczby etapów w budowie. W kolejnych latach zakładamy przeznaczenie 60 mln PLN rocznie na zakup gruntów. Jest to poziom wystarczający, by zrealizować nasze prognozy sprzedaży mieszkań w przyszłości.

### Prognozy zapasów

	Q2 2011	H2 2011P	2012P	2013P
Zapasy na początek okresu		619,5	760,4	737,0
Zmiana stanu zapasów gotowych i w budowie		88,9	-83,3	6,4
Zakupy gruntów			52,0	60,0
<b>Zapasy na koniec okresu</b>		<b>619,5</b>	<b>760,4</b>	<b>803,4</b>

Źródło: DI BRE Banku

### Nieruchomości gruntowe – Lawendowe Wzgórza

Spółka posiada ponad 41 ha grunt w Gdańsku, na którym realizowany jest projekt Lawendowe Wzgórza. Na potrzeby projektu przeznaczono 14 ha, natomiast pozostałe 27 ha znajduje się w nieruchomościach inwestycyjnych. Nie wykluczone, że spółka zdecyduje się na sprzedaż powyższej nieruchomości. Przyniosłoby to Robygowi dodatkowe 93 mln PLN gotówki. W prognozach nie zakładamy jednak takiego scenariusza. Ewentualna sprzedaż pozytywnie wpłynęłaby na wycenę spółki.

## Wycena akcji

Akcje Robyga wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 1,84 PLN jest o 60% wyższa od wartości rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Robyga.

### Wycena akcji

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	1,75	90%
Wycena metodą porównawczą	1,23	10%
Średnia	1,70	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>1,84</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji metodą porównawczą

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/BV, P/E oraz EV/EBITDA w horyzoncie 2011-2013. Wszystkim wskaźnikom i okresom przyznaliśmy jednakowe wagi. Zwracamy uwagę, że u deweloperów wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony na tle innych branż, gdyż znaczna część kosztów finansowych jest księgowana w kosztach własnych sprzedaży.

### Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV			P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Dom Development	0,88	0,83	0,83	10,0	8,4	10,5	9,2	7,4	9,8
J.W. Construction	0,81	0,76	0,68	15,4	12,2	6,5	13,8	13,4	12,1
Polnord*	0,27	0,26	0,25	5,6	4,7	4,5	10,1	8,4	9,6
<b>Mediana</b>	<b>0,81</b>	<b>0,76</b>	<b>0,68</b>	<b>10,0</b>	<b>8,4</b>	<b>6,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,8</b>
<b>Robyg</b>	<b>0,77</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>34,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>60,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,2</b>
Premia (dyskonto)	-5,1%	-13,7%	-7,5%	247,6%	-52,7%	-13,0%	500,4%	-35,2%	-17,0%
Wycena 1 akcji (PLN)	1,21	1,33	1,24	0,33	2,43	1,32	-1,17	2,63	1,77
Waga wskaźnika	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
<b>Ważona wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>1,23</b>								

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

### Wycena akcji metodą DCF

#### Założenia modelu DCF

- Spadek cen mieszkań o 2% w 2012 r. oraz wzrost ich cen o 3% od 2014 r.
- Wzrost kosztów budowy mieszkań o 2% w 2012 r. oraz 3% od 2013 r.
- Docelowy poziom zapasów w 2019 r. równy 130% przychodów ze sprzedaży (poziom ujednoczony dla wszystkich deweloperów).
- Przekazanie 1100 mieszkań w 2014 r. oraz 3% wzrost przekazania w kolejnych latach,
- Wzrost ceny jednostkowej mieszkania w tempie 3% od 2014 r.
- Marża brutto na sprzedaży 23% w 2014 oraz jej spadek do 21% począwszy od 2016 r.
- Wydatki na grunty w wysokości 30 mln PLN w 4Q2011 r., 60 mln PLN w 2012 r. oraz 60 mln w 2013 r.

## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>125,2</b>	<b>510,2</b>	<b>418,8</b>	<b>472,2</b>	<b>500,8</b>	<b>531,2</b>	<b>563,4</b>	<b>597,6</b>	<b>633,8</b>	<b>672,3</b>	
<i>zmiana</i>	-56,0%	307,4%	-17,9%	12,8%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>11,8</b>	<b>128,7</b>	<b>95,5</b>	<b>83,7</b>	<b>82,6</b>	<b>82,3</b>	<b>87,3</b>	<b>92,6</b>	<b>98,2</b>	<b>104,2</b>	
<i>marża EBITDA</i>	9,4%	25,2%	22,8%	17,7%	16,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
Amortyzacja	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
<b>EBIT</b>	<b>11,1</b>	<b>128,0</b>	<b>94,9</b>	<b>83,0</b>	<b>81,9</b>	<b>81,7</b>	<b>86,6</b>	<b>91,9</b>	<b>97,5</b>	<b>103,5</b>	
Wycena nieruchomości	12,8	5,2	10,4	2,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	
<b>EBIT korygowany</b>	<b>-1,7</b>	<b>122,7</b>	<b>84,4</b>	<b>80,9</b>	<b>80,9</b>	<b>80,6</b>	<b>85,5</b>	<b>90,8</b>	<b>96,4</b>	<b>102,4</b>	
<i>marża EBIT</i>	-1,3%	24,1%	20,2%	17,1%	16,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	
Opodatkowanie EBIT	-0,3	23,3	16,0	15,4	15,4	15,3	16,3	17,3	18,3	19,4	
<b>NOPLAT</b>	<b>-1,4</b>	<b>99,4</b>	<b>68,4</b>	<b>65,5</b>	<b>65,5</b>	<b>65,3</b>	<b>69,3</b>	<b>73,6</b>	<b>78,1</b>	<b>82,9</b>	
CAPEX	-2,4	-11,0	-16,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Kapitał obrotowy	33,3	-40,9	-74,1	18,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-6,1	
<b>FCF</b>	<b>30,2</b>	<b>48,2</b>	<b>-21,1</b>	<b>84,1</b>	<b>64,1</b>	<b>63,9</b>	<b>68,0</b>	<b>72,3</b>	<b>76,9</b>	<b>76,8</b>	<b>79,1</b>
WACC	8,5%	8,7%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,6%	9,9%	10,2%	10,4%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	98,7%	90,8%	83,6%	76,8%	70,4%	64,4%	58,8%	53,5%	48,5%	44,0%	
PV FCF	29,8	43,8	-17,7	64,6	45,1	41,2	39,9	38,6	37,3	33,8	
<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,4%</b>	
Koszt długu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,6%	
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	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Efektywna stopa podatkowa	25,0%	25,2%	25,2%	24,4%	22,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	52%	48%	51%	46%	42%	38%	34%	29%	22%	14%	
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,1%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Wzrost FCF po okresie prognozy			3,0%								
Wartość rezydualna (TV)				1 070,0							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				470,3							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				356,4							
Wartość firmy (EV)				826,7							
Dług netto				314,9							
Wartość księgową pakietów mniejszościowych				43,3							
Wypłata dywidendy				18,0							
Wartość firmy				450,5							
Liczba akcji (mln)				257,4							
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>				<b>1,75</b>							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego				8,4%							
<b>Cena docelowa</b>				<b>1,90</b>							
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej				76,9							
P/E('11) dla ceny docelowej				57,2							
Udział TV w EV				57%							

## Analiza wrażliwości

## Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
<b>WACC -1,0pp</b>	1,60	1,72	1,85	2,01	2,18
<b>WACC -0,5pp</b>	1,60	1,72	1,85	2,01	2,19
<b>WACC</b>	1,60	1,72	<b>1,85</b>	2,01	2,19
<b>WACC +0,5pp</b>	1,60	1,72	1,85	2,01	2,18
<b>WACC +1,0pp</b>	1,59	1,71	1,85	2,00	2,18

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>82,6</b>	<b>167,3</b>	<b>102,0</b>	<b>284,8</b>	<b>125,2</b>	<b>510,2</b>	<b>418,8</b>
<i>zmiana</i>	-	102,4%	-39,0%	179,3%	-56,0%	307,4%	-17,9%
Koszt własny sprzedaży	-55,8	-128,1	-84,9	-220,8	-101,3	-361,6	-306,7
Zysk brutto na sprzedaży	26,9	39,2	17,1	64,0	24,0	148,6	112,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	32,5%	23,4%	16,8%	22,5%	19,1%	29,1%	26,8%
Koszty sprzedaży	-1,7	-5,2	-5,1	-5,9	-9,0	-9,4	-10,9
Koszty ogólnego zarządu	-1,0	-7,1	-9,8	-15,1	-14,7	-15,4	-16,2
Wycena nieruchomości	0,0	15,9	0,7	2,8	12,8	5,2	10,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,2	-8,6	5,1	1,2	-2,0	-1,0	-0,6
<b>EBIT</b>	<b>23,9</b>	<b>34,1</b>	<b>8,0</b>	<b>46,9</b>	<b>11,1</b>	<b>128,0</b>	<b>94,9</b>
<i>zmiana</i>	-	42,7%	-76,4%	482,5%	-76,4%	1057,1%	-25,9%
<i>marża EBIT</i>	28,9%	20,4%	7,9%	16,5%	8,8%	25,1%	22,7%
Wynik na działalności finansowej	-2,0	-14,6	0,5	0,7	-3,2	0,6	0,7
<b>Zysk brutto</b>	<b>21,9</b>	<b>19,5</b>	<b>8,5</b>	<b>47,5</b>	<b>7,9</b>	<b>128,6</b>	<b>95,6</b>
Podatek dochodowy	-4,1	-6,7	-2,3	-11,8	6,1	-32,3	-24,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	-1,2	-0,1	4,0	5,5	21,7	18,9
<b>Zysk netto</b>	<b>17,8</b>	<b>14,0</b>	<b>6,3</b>	<b>31,7</b>	<b>8,5</b>	<b>74,6</b>	<b>52,5</b>
<i>zmiana</i>	-	-21,2%	-55,3%	405,0%	-73,1%	774,4%	-29,6%
<i>marża</i>	21,6%	8,4%	6,2%	11,1%	6,8%	14,6%	12,5%
Amortyzacja	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>EBITDA</b>	<b>24,2</b>	<b>34,7</b>	<b>8,8</b>	<b>47,6</b>	<b>11,8</b>	<b>128,7</b>	<b>95,5</b>
<i>zmiana</i>	-	43,1%	-74,7%	441,5%	-75,2%	990,6%	-25,7%
<i>marża EBITDA</i>	29,3%	20,7%	8,6%	16,7%	9,4%	25,2%	22,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	218,4	218,4	218,4	257,4	257,4	257,4	257,4
EPS	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2
CEPS	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2
ROAE	-	9,5%	2,5%	9,5%	2,1%	17,8%	11,4%
ROAA	-	2,3%	0,6%	3,0%	0,7%	6,0%	4,2%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>210,0</b>	<b>1 016,6</b>	<b>1 054,6</b>	<b>1 046,5</b>	<b>1 256,0</b>	<b>1 240,4</b>	<b>1 281,4</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>6,4</b>	<b>304,4</b>	<b>339,8</b>	<b>342,5</b>	<b>347,5</b>	<b>339,1</b>	<b>341,9</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,4	1,5	1,4	6,7	6,7	6,7	6,7
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	90,0	90,7	93,4	142,9	158,4	184,3
Wartość firmy	0,0	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Inne wartości niematerialne	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa finansowe	6,0	7,4	7,3	0,0	4,2	4,2	4,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	0,0	5,0	6,2	12,0	22,9	18,9	15,9
Grunty przeznaczone pod zabudowę	0,0	178,5	212,3	208,4	149,0	129,0	109,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>203,7</b>	<b>712,2</b>	<b>714,7</b>	<b>704,0</b>	<b>908,5</b>	<b>901,3</b>	<b>939,4</b>
Zapasy	161,5	634,2	631,0	505,1	760,4	737,0	803,4
Należności	8,5	18,3	12,8	6,6	10,1	10,4	10,7
Rozliczenia międzyokresowe	1,8	2,1	1,8	2,2	2,1	2,1	2,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	31,4	51,6	63,5	184,4	131,0	146,9	118,3
Inne	0,4	6,0	5,7	5,7	4,9	4,9	4,9
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>210,0</b>	<b>1 016,6</b>	<b>1 054,6</b>	<b>1 046,5</b>	<b>1 256,0</b>	<b>1 240,4</b>	<b>1 281,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>43,7</b>	<b>251,1</b>	<b>257,4</b>	<b>407,1</b>	<b>386,7</b>	<b>453,1</b>	<b>472,3</b>
Kapitał mniejszości	0,0	40,3	40,1	142,0	127,8	129,7	128,9
w tym instrument kapitałowy	0,0	0,0	0,0	98,7	78,9	59,2	39,5
w tym pozostałe kapitały mniejszości	0,0	40,3	40,1	43,3	48,8	70,5	89,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>49,7</b>	<b>568,9</b>	<b>521,3</b>	<b>337,8</b>	<b>392,3</b>	<b>392,3</b>	<b>442,3</b>
Kredyty i pożyczki	40,8	535,2	506,1	313,3	365,3	365,3	415,3
Pozostałe zobowiązania	3,3	22,0	3,6	2,9	3,7	3,7	3,7
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	5,6	11,7	11,6	21,6	23,3	23,3	23,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>116,6</b>	<b>156,3</b>	<b>235,8</b>	<b>159,6</b>	<b>349,3</b>	<b>265,4</b>	<b>238,0</b>
Zobowiązania handlowe i pozostałe	23,5	31,4	27,1	29,7	58,0	59,7	61,5
Kredyty i pożyczki	24,8	48,0	108,2	87,2	57,4	57,4	57,4
Rozliczenia międzyokresowe	0,7	6,3	3,8	3,0	2,4	2,4	2,4
Zaliczki otrzymane od klientów	62,8	61,8	86,5	28,9	215,1	129,4	100,3
Rezerwy	4,8	8,7	10,2	10,9	16,4	16,4	16,4
Dług	65,6	583,2	614,3	400,5	422,8	422,8	472,8
Dług netto	34,2	531,6	550,8	216,2	291,7	275,8	354,4
Dług netto + instrument kapitałowy	34,2	531,6	550,8	314,9	370,7	335,0	393,9
(Dług netto / Kapitał własny)	78,2%	211,7%	214,0%	77,3%	95,9%	73,9%	83,4%
(Dług netto / EBITDA)	1,4	15,3	62,7	6,6	31,4	2,6	4,1
<b>BVPS</b>	<b>0,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,18</b>	<b>1,58</b>	<b>1,50</b>	<b>1,76</b>	<b>1,83</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>37,4</b>	<b>-44,4</b>	<b>24,7</b>	<b>142,8</b>	<b>34,0</b>	<b>54,2</b>	<b>-10,1</b>
Zysk brutto przed opodatkowaniem	21,9	19,5	8,5	47,5	7,9	128,6	95,6
Amortyzacja	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	0,0	-15,9	-0,7	-2,8	-12,8	-5,2	-10,4
Kapitał obrotowy	12,2	-60,4	21,6	99,0	33,3	-40,9	-74,1
Zapłacony podatek dochodowy	-4,0	-12,1	-3,0	-7,7	7,4	-32,3	-24,1
Pozostałe	6,9	23,7	-2,6	6,0	-2,5	3,4	2,3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-5,1</b>	<b>28,0</b>	<b>-9,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-12,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,7</b>
CAPEX	-0,4	-0,6	-0,3	-1,3	-2,4	-11,0	-16,1
Pozostałe	-4,6	28,6	-9,5	0,0	-10,0	6,9	7,4
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-14,4</b>	<b>36,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-20,6</b>	<b>-74,9</b>	<b>-34,2</b>	<b>-9,8</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	73,2	0,0	0,0	0,0
Dług	2,8	55,5	24,4	-56,4	-5,8	0,0	50,0
Dywidenda (buy-back)	-13,4	0,0	0,0	0,0	-18,0	-3,4	-29,8
Spłata instrumentu kapitałowego	0,0	0,0	0,0	0,0	-19,7	-19,8	-19,7
Odsetki zapłacone	-3,8	-18,6	-27,5	-33,3	-19,5	-6,3	-6,7
Pozostałe	0,0	-0,4	0,1	-4,1	-11,8	-4,7	-3,6
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>18,0</b>	<b>20,1</b>	<b>11,9</b>	<b>120,8</b>	<b>-53,3</b>	<b>15,9</b>	<b>-28,6</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	31,4	51,6	63,5	184,4	131,0	146,9	118,3
DPS (PLN)	0,06	0,00	0,00	0,00	0,07	0,01	0,12
FCF				134,1	30,2	48,2	-21,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,4%	0,3%	0,5%	1,9%	2,2%	3,8%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	14,1	17,9	40,0	9,3	34,7	4,0	5,6
P/CE	13,8	17,2	35,8	9,1	31,9	3,9	5,6
P/BV	5,7	1,0	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6
P/S	3,0	1,5	2,5	1,0	2,4	0,6	0,7
FCF/EV	0,0%	0,0%	0,0%	20,5%	4,2%	6,9%	-2,7%
EV/EBITDA	11,8	23,7	95,9	13,8	60,6	5,5	8,2
EV/EBIT	11,9	24,1	104,6	14,0	64,7	5,5	8,2
EV/S	3,5	4,9	8,3	2,3	5,7	1,4	1,9
DYield	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	1,2%	10,1%
<b>Cena akcji (PLN)</b>	<b>1,15</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	218,4	218,4	218,4	257,4	257,4	257,4	257,4
MC (mln PLN)	251,1	251,1	251,1	296,0	296,0	296,0	296,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	40,3	40,1	43,3	48,8	70,5	89,4
EV (mln PLN)	285,3	823,0	842,0	654,2	715,5	701,5	779,3



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 przedstawiane 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. pełni funkcję animatora emitenta dla Robyga. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Polnordu i Robyga za świadczone usługi. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla Robyga.

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	Akumuluj	Zawieszona
data wydania	2011-07-05	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	47,89	44,49
WIG w dniu rekomendacji	48481,82	44536,67

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące J.W. Construction**

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2011-05-06	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	15,45	12,48
WIG w dniu rekomendacji	49266,97	44536,67

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polnord**

rekomendacja	Zawieszona
data wydania	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	20,71
WIG w dniu rekomendacji	44536,67

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Robyg**

rekomendacja	Zawieszona
data wydania	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	1,70
WIG w dniu rekomendacji	44536,67