

9 lipca 2010

Raport analityczny

Deweloperzy
Polska

J.W.Construction Trzymaj

JWC.PW; JWCA.WA

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	16,10 PLN
Cena docelowa	16,40 PLN
Kapitalizacja	0,87 mld PLN
Free float	0,23 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,44 mln PLN

Niskie P/E to nie wszystko

J.W. na koniec Q1 2010 posiadało aż 3792 mieszkania w starych projektach, pozostające do rozpoznania w wynikach 2010 i 2011 roku. Prawie 70% z tych mieszkań znalazło już nabywców, w ofercie dewelopera znajduje się obecnie około 1200 lokali. Tak duża liczba pozostałych do przekazania lokali to wynik bardzo dużej liczby rozpoczętych projektów w latach 2007-2008. Podobna skala działalności nie jest powtarzalna w kolejnych latach, głównie z uwagi na ograniczone zasoby finansowe oraz plany budowy obiektów komercyjnych. Oddanie 3792 mieszkań zagwarantuje bardzo dobre wyniki w latach 2010-2011, w tym bardzo niskie P/E. Zwracamy jednak uwagę, że tak niskie P/E jest już obecnie w cenach. Duża liczba pozostałych do przekazania mieszkań jest uwzględniona w: wysokim wskaźniku P/BV oraz zobowiązaniach od klientów z tytułu zakupu mieszkań. Zwracamy uwagę również na zmianę standardów księgowości (wg. MSR 18 wyniki 2007 i 2008 nie byłyby już tak dobre) oraz relatywnie wysokie EV/EBITDA 2011-2013. Model DCF, w porównaniu do prostej wyceny wskaźnikowej, w pełni odzwierciedla specyfikę spółki (bardzo dużo mieszkań do przekazania). Neutralnie oceniamy rozwiązanie umowy joint-venture w zakresie budowy obiektu hotelowo-komercyjno-apartamentowego we Wrocławiu. Podtrzymujemy rekomendację neutralną. Uważamy, że wybrane inne spółki deweloperskie, w tym Polnord, posiadają większy potencjał wzrostu kursu akcji.

Struktura akcjonariatu

EHT S.A.	34,34%
Józef Wojciechowski	28,51%
PKO TFI	6,00%
Pionier Pekao IM	5,07%
Pozostali	26,08%

Profil spółki

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

Ważne daty

26.08 - raport PSr 2010
09.11 - raport Q3 2010

Strategia dotycząca sektora

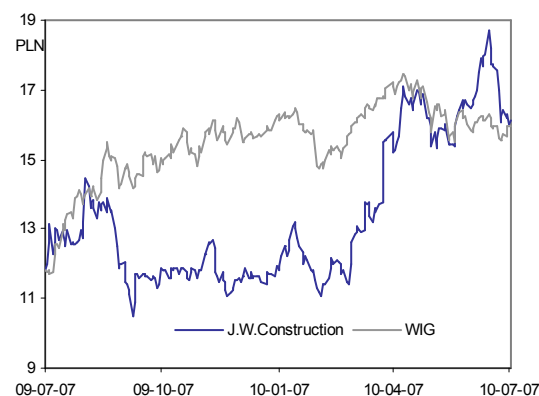
Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Uważamy, że sektor jest bezpieczniejszy niż branża budowlana i posiada większy potencjał wzrostowy niż największy deweloperzy komercyjni. Zalecamy zwiększanie zaangażowania w walory deweloperów o niskiej wycenie.

Płynność J.W. Construction i Dom Development

J.W. Construction posiada atrakcyjne grunty nabywane po rozsądnych cenach, nie posiada jednak takiej płynności finansowej, jak najbliższy konkurent, czyli Dom Development. Projekty J.W. są też gorzej przygotowane do uruchomienia niż projekty konkurenta. Wg naszych prognoz, na koniec 2011 roku, LTV nie uwzględniający możliwości kredytowania gruntów to dla J.W. Construction 55%, zaś dla Dom Development to 29,5%. Wyższy wskaźnik LTV oznacza mniejszy potencjał do zaskoczeń pozytywnych (uruchomienie większej liczby projektów, niż zakładamy). Na giełdzie notowane są jeszcze spółki z niższym LTV, dużą płynnością oraz z dyskontem do wartości księgowej.

Jak J.W. wykorzysta środki z emisji obligacji?

J.W. wyemitowało obligacje o wartości 130 mln PLN. Środki te naszym zdaniem nie były bezpośrednio potrzebne spółce. Pozyskane 130 mln PLN może być przeznaczone tak jako elastyczne źródło finansowania nowych projektów, jak i środki na przejęcie nowych inwestycji. Trudno jednoznacznie powiedzieć, jaka część z pozyskanych środków może być przeznaczona na zakup nowych projektów, ani jak to może zwiększyć wartość spółki. Obecnie każdy deweloper posiadający nadwyżki finansowe jest w stanie objąć projekty z oczekiwaną marżą brutto rzędu 20-25%, co nie odbiega od prognoz wyników spółek z branży na lata kolejne.

Kurs akcji JWC na tle WIG

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	721,4	713,3	804,5	443,9	714,2
EBITDA	158,5	156,8	243,4	207,6	168,3
marża EBITDA	22,0%	22,0%	30,3%	46,8%	23,6%
EBIT	141,1	142,7	224,8	188,9	149,6
Zysk netto	100,9	100,4	164,2	142,5	116,1
P/E	8,7	8,7	5,3	6,1	7,5
P/CE	7,4	7,6	4,8	5,4	6,5
P/BV	2,7	2,1	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA	9,5	9,2	5,4	7,4	6,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q2 2010

Przewidujemy, że z 3792 lokali pozostających do przekazania klientom na koniec Q1 2010, w Q2 2010 przekazanych zostanie jedynie 350. W efekcie, przychody spółki powinny być na poziomie ubiegłego kwartału (Q2 2010: 117,2 mln PLN, Q1 2010: 118,2 mln PLN). Ze 117,2 mln PLN przychodów 109,2 mln PLN będzie pochodziło z działalności deweloperskiej, pozostała zaś część z działalności TBS i hotelarskiej. Największy wpływ na przekazania będą miały projekty: Górczewska Park (100 lokali), Lewandów I (100 lokali), Osada Wiśłana (40 lokali), Osiedle Bursztynowe (30 lokali), Wiśłana Aleja (27 lokali) oraz Lazurowe Ustronie (25 lokali). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 30,2%, tzn. nieznacznie wyższą, niż w Q1 2010 (29,3%). Wysoka marża brutto ze sprzedaży to efekt dobrej rentowności przekazywanych klientom lokali. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 12,2 mln PLN (Q1 2010: 10,6 mln PLN).

Zakładamy 0,6 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto oraz 6,8 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Duże koszty finansowe netto to skutek zakończenia wybranych projektów (koszty finansowe nie są przedstawione bezpośrednio w rachunku zysków i strat, nie zaś doliczane do wartości księgowej zapasów). Ostatecznie wynik netto na poziomie 12,7 mln PLN nadal jest odległy od naszej całorocznej prognozy. Prognoza ta pozostaje aktualna. W kolejnych kwartałach deweloper rozpocznie przekazywanie mieszkań na większą skalę, m.in. w projektach Lewandów I i Lewandów II (łącznie 1905 lokali).

Prognoza wyników Q2 2010

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana
Przychody	117,2	90,6	29,3%	235,4	331,2	-28,9%
EBITDA	25,8	22,2	16,2%	57,9	76,4	-24,3%
marża	22,0%	24,5%	-	24,6%	23,1%	-
EBIT	22,5	18,6	21,0%	51,3	69,1	-25,7%
Zysk brutto	15,7	13,2	18,8%	37,4	57,8	-35,2%
Zysk netto	12,7	13,9	-8,4%	30,3	49,4	-38,5%

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

Rewizje budżetów projektów

Poniżej prezentujemy dokonane przez nas rewizje budżetów projektów J.W. Construction oraz okresu rozpoznania wyceny nieruchomości komercyjnych w budowie. Rewizje spowodowane są zaskoczeniem pozytywnym na poziomie wyników Q1 2010.

Rewizje budżetów projektów

Nazwa	Cena sprzedaży nowa	Cena sprzedaży stara	Koszt budowy nowy	Koszt budowy stary	Zmiana marży brutto	Mieszkania do rozpoznania (szt.)
Osiedle Lazurowa	6 700	6 900	5 058	5 644	5,6%	49
Górczewska Park	7 200	7 100	5 111	5 990	13,8%	616
Lewandów Park	5 700	5 400	3 525	3 634	7,6%	1 905
Osiedle Bursztynowe	6 150	6 100	4 400	4 186	-2,7%	328
Wiśłana Aleja	6 250	6 400	4 800	4 176	-12,1%	200
Osiedle Leśne	6 250	5 800	3 647	4 153	16,5%	<20
Lazurowe Ustronie	5 800	4 900	3 408	3 461	19,5%	376

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Rewizje okresu rozpoznania wyceny nieruchomości komercyjnych

Nazwa	Wycena 2010: nowa	Wycena 2010: stara	Wycena 2011: nowa	Wycena 2011: stara
Jerozolimskie Point	0,0	2,7	8,1	5,4
Pileckiego	11,6	11,6	23,2	23,2
Nowa Dana *	0,0	16,2	56,7	32,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * oczekiwana dodatnia wycena w 2010 i 2011 roku inwestycji Nowa Dana rośnie z uwagi na rewizję projektu budowlanego (wzrost powierzchni użytkowej z 25 324 m² do 28 712 m²)

Wycena akcji J.W. Construction

Akcje J.W. Construction wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 16,4 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 1,6% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji J.W. Construction.

Wycena akcji J.W. Construction

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	14,8	90%
Wycena metodą porównawczą	18,5	10%
Średnia	15,2	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	16,4	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord

Wycena akcji J.W. Construction metodą porównawczą

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

Różnie też na tle branży prezentują się wskaźniki P/BV. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polnord, co wynika m.in. z przeszacowań gruntów dokonywanych przez spółkę w 2009 roku (81,8 mln PLN), a także wartości firmy wykazanej w bilansie (140,0 mln PLN). Z drugiej strony, wskaźnik P/BV Polnordu nie uwzględnia wartości gruntów pod drogi, które warte są zgodnie z naszymi szacunkami około 167,3 mln PLN (a wykazane z wartością księgową = 0 PLN). Wysoki bieżący wskaźnik P/BV J.W. Construction wynika z bardzo wielu mieszkań pozostałych do przekazania (około 3,3 tys. lokali na koniec 2Q'10). Wysoki wskaźnik P/BV Dom Development wynika ze specyfiki spółki – na trudnym rynku Dom Development jest nadpłynny i jest w stanie rozpocząć większą liczbę nowych projektów niż konkurenci.

Wycena porównawcza akcji J.W. Construction

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Dom Development	1,44	1,33	1,22	41,3	13,2	8,9	30,3	10,6	6,0
Polnord	0,63	0,60	0,57	21,4	10,8	7,7	19,2	13,8	7,6
Mediana	1,04	0,96	0,90	31,4	12,0	8,3	24,8	12,2	6,8
J.W. Construction	1,50	1,20	1,04	5,3	6,1	7,5	5,4	7,4	6,4
Premia (dyskonto)	44,9%	25,0%	15,8%	-83,1%	-49,0%	-9,7%	-78,2%	-39,0%	-6,0%
Waga wskaźnika	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	10,0%	20,0%	0,0%	10,0%	15,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Ceny mieszkań niższe niż rynkowe, stosownie do lokalizacji i etapu projektu
- Wzrost kosztów budowy o 7% w II połowie 2010 roku i o 3% w latach kolejnych
- Wzrost cen mieszkań o 3% od roku 2012
- Stopa wolna od ryzyka = 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa)
- Sprzedaż zakończonych projektów komercyjnych w roku zakończenia budowy
- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego w latach 2015+ ujednolicone dla wszystkich spółek
- LTV dla portfela nieruchomości inwestycyjnych w budowie i mieszkań w budowie nie przekracza 60%.
- Konserwatywne założenia dotyczące rentowności nieruchomości komercyjnych
- W wycenie uwzględniamy pozostałe nieruchomości inwestycyjne J.W. Construction
- W prognozach uwzględniamy marżę w wysokości 3% EBIT realizowaną na działalności budowlanej
- Nie uwzględniamy możliwości zbycia mieszkań w TBS w prognozach
- Nie uwzględniamy możliwości zwiększenia wartości spółki w wyniku nabycia nowych projektów w prognozach (rentowność projektów dostępnych na rynku jest zbieżna z długoterminowymi prognozami wyników spółek z branży)

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	804,5	443,9	714,2	760,0	796,9	833,4	869,2	901,8	933,0	962,8	
zmiana	12,8%	-44,8%	60,9%	6,4%	4,9%	4,6%	4,3%	3,7%	3,5%	3,2%	
EBITDA (bez wyceny)	231,8	119,5	168,3	141,3	150,1	157,0	163,6	169,4	174,8	179,9	
marża EBITDA	28,8%	26,9%	23,6%	18,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,7%	18,7%	
Amortyzacja	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	
EBIT (bez wyceny)	213,2	100,9	149,6	122,6	131,5	138,3	144,9	150,7	156,2	161,2	
marża EBIT	26,5%	22,7%	20,9%	16,1%	16,5%	16,6%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	
Opodatkowanie EBIT	40,5	19,2	28,4	23,3	25,0	26,3	27,5	28,6	29,7	30,6	
NOPLAT	172,7	81,7	121,2	99,3	106,5	112,0	117,4	122,1	126,5	130,6	
CAPEX	-171,7	-222,2	401,6	-18,7	-18,7	-18,7	-18,7	-18,7	-18,7	-18,7	
Kapitał obrotowy	142,5	-82,8	-67,2	45,4	-23,8	-24,0	-22,7	-21,2	-20,2	-19,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	162,2	-204,7	474,2	144,7	82,7	88,0	94,7	100,9	106,3	111,2	114,5
WACC	9,1%	8,6%	9,8%	10,5%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
współczynnik dyskonta	96,4%	88,8%	80,9%	73,2%	66,1%	59,6%	53,8%	48,6%	43,9%	39,7%	
PV FCF	156,4	-181,9	383,7	106,0	54,7	52,5	51,0	49,0	46,6	44,1	

WACC	9,1%	8,6%	9,8%	10,5%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	34%	44%	19%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	1 516,7	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	601,6		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	762,0	WACC -1,0pp	14,6	15,3	16,1	17,1	18,1
Wartość firmy (EV)	1 363,6	WACC -0,5pp	14,6	15,3	16,1	17,0	18,0
Dług netto	575,1	WACC	14,5	15,2	16,0	16,9	18,0
Pozostałe nieruchomości inwest.	12,4	WACC +0,5pp	14,4	15,1	15,9	16,8	17,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC +1,0pp	14,4	15,1	15,9	16,8	17,8
Wartość firmy	801,0						
Liczba akcji (mln)	54,1						
Wartość firmy na akcję (PLN)	14,8						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
Cena docelowa	16,0						
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,2						
P/E('09) dla ceny docelowej	8,0						
Udział TV w EV	44%						



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	726,3	781,1	721,4	713,3	804,5	443,9	714,2
<i>zmiana</i>	75,2%	7,5%	-7,6%	-1,1%	12,8%	-44,8%	60,9%
Koszt własny sprzedaży	500,3	532,5	509,8	528,0	539,3	289,5	508,1
Zysk brutto na sprzedaży	226,0	248,6	211,6	185,3	265,2	154,4	206,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	31,1%	31,8%	29,3%	26,0%	33,0%	34,8%	28,9%
Koszty sprzedaży	-24,1	-28,6	-27,4	-20,8	-23,9	-24,6	-25,3
Koszty ogólnego zarządu	-20,8	-24,9	-28,8	-25,7	-25,7	-26,5	-27,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	3,4	-14,2	3,9	9,1	85,6	-4,0
EBIT	180,1	198,6	141,1	142,7	224,8	188,9	149,6
<i>zmiana</i>	438,1%	10,3%	-28,9%	1,1%	57,5%	-15,9%	-20,8%
<i>marża EBIT</i>	24,8%	25,4%	19,6%	20,0%	27,9%	42,6%	20,9%
Wynik na działalności finansowej	-12,9	-14,5	-15,8	-23,5	-22,1	-12,9	-6,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	167,2	184,1	125,3	119,2	202,7	176,0	143,3
Podatek dochodowy	-35,2	-36,0	-24,4	-18,8	-38,5	-33,4	-27,2
Zysk netto	132,0	148,1	100,9	100,4	164,2	142,5	116,1
<i>zmiana</i>	-	12,2%	-31,9%	-0,5%	63,5%	-13,2%	-18,6%
<i>marża</i>	18,2%	19,0%	14,0%	14,1%	20,4%	32,1%	16,2%
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	14,0	18,7	18,7	18,7
EBITDA	190,8	211,9	158,5	156,8	243,4	207,6	168,3
<i>zmiana</i>	328,0%	11,0%	-25,2%	-1,1%	55,3%	-14,7%	-18,9%
<i>marża EBITDA</i>	26,3%	27,1%	22,0%	22,0%	30,3%	46,8%	23,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	9,6	53,0	54,7	54,1	54,1	54,1	54,1
EPS	13,8	2,8	1,8	1,9	3,0	2,6	2,1
CEPS	14,9	3,0	2,2	2,1	3,4	3,0	2,5
ROAE	84,3%	39,9%	23,1%	27,1%	32,9%	21,9%	16,4%
ROAA	15,9%	12,2%	6,1%	6,1%	11,5%	9,5%	7,8%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 342,6	1 649,6	1 640,5
Majątek trwały	329,2	381,0	472,4	425,7	600,3	891,9	471,7
WNiP	12,5	12,4	11,2	6,8	6,8	6,8	6,8
Wartość firmy	16,8	16,8	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	272,0	299,3	354,7	359,7	405,7	405,7	405,7
Inwestycje długoterminowe	5,0	15,3	45,1	5,0	5,0	5,0	5,0
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	12,3	12,4	12,4	141,0	432,6	12,4
Pozostałe	22,9	25,0	36,6	29,4	29,4	29,4	29,4
Majątek obrotowy	578,4	1 130,5	1 306,0	1 097,3	742,3	757,7	1 168,8
Zapasy	55,1	28,3	42,9	38,4	14,7	23,6	25,1
Należności	40,2	66,4	79,5	57,3	63,9	35,3	56,7
Kontrakty budowlane	403,6	875,1	1 127,3	916,2	517,9	534,9	654,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,0	11,7	17,0	14,5	14,5	14,5	14,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	37,4	75,3	36,7	27,2	87,6	105,7	374,8
Inne	32,1	73,7	2,7	43,7	43,7	43,7	43,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	907,5	1 511,6	1 778,4	1 523,0	1 342,6	1 649,6	1 640,5
Kapitał własny	193,4	549,5	325,7	416,2	580,4	722,9	839,0
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	350,4	370,8	283,3	203,7	273,7	523,7	323,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	302,1	287,4	251,2	183,9	253,9	503,9	303,9
Rezerwy i inne	48,4	83,4	32,1	19,8	19,8	19,8	19,8
Zobowiązania krótkoterminowe	363,7	591,3	1 169,4	903,0	488,5	403,0	477,8
Pożyczki i kredyty, leasing, obligacje	143,0	297,2	417,4	418,3	276,7	276,7	276,7
Zobowiązania wobec dostawców	86,6	118,9	140,4	111,2	184,7	99,1	174,0
Kontrakty budowlane	105,5	156,5	585,8	346,5	0,0	0,0	0,0
Inne	28,6	18,6	25,7	27,1	27,1	27,1	27,1
Dług	445,1	584,6	668,6	602,2	530,6	780,6	580,6
Dług netto	407,7	509,3	631,9	575,1	443,0	674,9	205,8
(Dług netto / Kapitał własny)	210,7%	92,7%	194,0%	138,2%	76,3%	93,4%	24,5%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,4	4,0	3,7	1,8	3,3	1,2
BVPS	20,2	10,4	6,0	7,7	10,7	13,4	15,5

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-45,4	-216,7	-93,8	108,9	335,8	3,2	73,9
Zysk netto	132,0	148,1	100,9	100,4	164,2	142,5	116,1
Amortyzacja	10,7	13,3	17,4	14,0	18,7	18,7	18,7
Kapitał obrotowy	-206,1	-446,5	-236,9	-28,0	142,5	-82,8	-67,2
Pozostałe	17,9	68,4	24,8	22,5	10,5	-75,1	6,3
Przepływy inwestycyjne	-3,3	-96,6	27,9	-15,3	-181,7	-222,2	401,6
CAPEX	4,9	-19,6	-5,4	-14,9	-181,7	-222,2	401,6
Inwestycje kapitałowe	-2,7	-10,3	60,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-5,5	-66,7	-26,7	-0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,9	351,3	27,3	-103,2	-93,7	237,1	-206,3
Emisja akcji	5,8	244,8	-2,5	-2,0	0,0	0,0	0,0
Dług	78,9	126,7	5,0	-119,0	-71,6	250,0	-200,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-14,8	-20,2	24,8	17,8	-22,1	-12,9	-6,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	21,2	38,0	-38,6	-9,5	60,4	18,1	269,1
Środki pieniężne na koniec okresu	37,4	75,3	36,7	27,2	87,6	105,7	374,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF				140,8	162,2	-204,7	474,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,7%	2,5%	0,7%	2,1%	22,6%	50,1%	-56,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	1,2	5,8	8,7	8,7	5,3	6,1	7,5
P/CE	1,1	5,3	7,4	7,6	4,8	5,4	6,5
P/BV	0,8	1,6	2,7	2,1	1,5	1,2	1,0
P/S	0,2	1,1	1,2	1,2	1,1	2,0	1,2
FCF/EV				9,7%	12,3%	-13,2%	44,1%
EV/EBITDA	2,9	6,4	9,5	9,2	5,4	7,4	6,4
EV/EBIT	3,1	6,9	10,7	10,1	5,8	8,2	7,2
EV/S	0,8	1,7	2,1	2,0	1,6	3,5	1,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	16,1						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	9,6	53,0	54,4	54,1	54,1	54,1	54,1
MC (mln PLN)	154,0	853,6	875,6	870,6	870,6	870,6	870,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	561,6	1 362,9	1 507,5	1 445,6	1 313,6	1 545,5	1 076,4



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 J.W. Construction

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-11-12	2009-12-02	2010-04-07	2010-04-13
kurs z dnia rekomendacji	12,26	11,26	15,80	15,65
WIG w dniu rekomendacji	39879,92	39905,57	43562,01	43554,22