



24 września 2012

Aktualizacja raportu



Deweloperzy

Polska

Cena bieżąca	12,75 PLN
Cena docelowa	17,4 PLN
Kapitalizacja	0,30 mld PLN
Free float	0,17 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,60 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prokom Investments	33,44%
Templeton Asset Management	5,21%
ING TFI	5,10%
Pozostali	56,25%

Strategia dotycząca sektora

Koniunktura w segmencie mieszkaniowym jest słaba. Oczekujemy dalszego spadku cen mieszkań i walki o utrzymanie obecnych wolumenów sprzedaży. Spowolnienie gospodarcze jest mniej widoczne w segmencie komercyjnym. Popyt inwestycyjny, czynsze i pustostany są stabilne w dużych aglomeracjach. W mniejszych miejscowościach coraz trudniej utrzymać czynsze, niemniej realizowane obiekty handlowe wciąż zapełniają się najemcami już na etapie budowy.

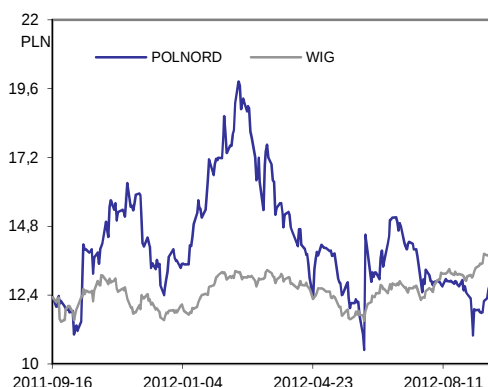
Profil spółki

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

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

Polnord

PND PW; PNOR.WA

Kupuj

(Podwyższona)

Spadek zadłużenia i kosztów stałych

W ciągu ostatniego roku w Polnordzie zapoczątkowane zostały procesy mające fundamentalne znaczenie dla długoterminowych perspektyw Spółki. Po pierwsze, nastąpił pierwszy od wielu lat spadek długu netto (o ok. 7%). Dzięki sukcesom przy sprzedaży wierzytelności drogowych i dużej determinacji Zarządu do odzyskania gotówki z innych pozaoperacyjnych źródeł, proces delewarowania będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach. Spółka dysponuje aktywami o wartości prawie 1 mld PLN, które może spieniężyć, bez konieczności ograniczania skali prowadzonej działalności deweloperskiej. Obecna wycena tego majątku jest wyjątkowo niska ($P/BV = 0,24$). Po drugie, koszty SG&A uległy zmniejszeniu o ok. 30% (20 mln PLN w skali roku), co było warunkiem koniecznym, by Polnord mógł w przyszłości osiągnąć dodatnią rentowność na działalności operacyjnej. Widzimy pole do dalszego ograniczania wysokości kosztów administracyjnych w Polnordzie, jak również znacznego wzrostu rentowności segmentu mieszkaniowego, jeszcze przez pewien czas zaniżanej przez nieudane projekty w Łodzi i Sopocie. Pomimo słabej koniunktury na rynku mieszkaniowym, dzięki prowadzonej restrukturyzacji, Polnord powinien w 2014 r. osiągnąć dodatnią rentowność na poziomie EBITDA (korygowanym o zdarzenia jednorazowe). Oddanie do użytku galerii w Wilanowie gwałtownie zwiększy zyski Spółki od 2016 r. Podwyższamy rekomendację z trzymaj do kupuj i wyznaczamy cenę docelową Polnordu na 17,4 PLN (poprzednia 15,7 PLN).

Ciąg dalszy spłaty i rolowania obligacji w Q4 2012

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy miały miejsce wydarzenia, które istotnie zmniejszają ryzyko kredytowe w Polnordzie. W lipcu Spółka zawarła z Polskim Bankiem Przedsiębiorczości drugą umowę sprzedaży wierzytelności, w ramach której otrzymała 43 mln PLN gotówki, a w sierpniu przeprowadzona została emisja obligacji o wartości 60 mln PLN. W Q4 2012 nastąpi spłata obligacji zamiennych o wartości ok. 100 mln PLN i finalizacja negocjacji na temat rolowania papierów dłużnych o wartości 135 mln PLN. Polnord powinien wejść w 2013 r. z długiem netto przynajmniej o 40 mln PLN niższym, niż na koniec H1 2012, mając jednocześnie znacznie korzystniejsze terminy zapadalności długu.

Galeria w Wilanowie - inwestycja na lata 2014-2015

Długie procedury związane z uzyskaniem pozwoleń administracyjnych zapewne nie pozwolą na rozpoczęcie budowy Galerii w Wilanowie wcześniej niż jesienią 2013 r. Dla Polnordu oznacza to więcej czasu na zabezpieczenie brakującego wkładu własnego, którego wysokość szacujemy na około 60 mln PLN. Potencjał tego projektu (uwzględniając 50% udział Polnordu) to 250 mln PLN zysku i NOI ok. 45 mln PLN.

(mln PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	180,3	289,1	282,1	240,9	255,4
EBITDA koryg.*	-36,4	-17,9	-16,8	-4,6	4,8
marża EBITDA	-20,2%	-6,2%	-5,9%	-1,9%	1,9%
EBIT	48,1	76,4	58,8	41,2	17,5
Zysk netto	51,6	70,9	-13,3	5,3	52,8
P/E	5,5	4,3	-	56,9	5,7
P/CE	5,3	4,2	-	41,1	5,5
P/BV	0,24	0,24	0,24	0,24	0,23
EV/EBITDA koryg.*	-	-	-	-	171,4
DYield	6,7%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%

*EBITDA pomniejszona o rewaluację nieruchomości i wyniki zdarzeń jednorazowych



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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/ICE - 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 S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polnord

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	15.10
WIG w dniu rekomendacji	39518.87