



23 sierpnia 2010

Komentarz specjalny



Deweloperzy

Polska

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

BBI Development

NFIWI.WA; BBD.PW

Sezam szansą na wzrost wartości

Obecna cena: 0,41 PLN

Podpisanie umowy inwestycyjnej w sprawie budowy nowoczesnego obiektu komercyjnego na terenie obecnego Sezamu w Warszawie jest wiadomością pozytywną. Planowana powierzchnia budynku to 12-13 tys. m². Negocjowane warunki inwestycji zakładają oddanie BBI 1/3 udziałów w spółce w zamian za inwestycję rzędu 8-10 mln PLN (2 mln PLN wkładu kapitałowego, koszt projektowania i project management, konieczność pozyskania przez BBI wszystkich formalności, w tym WZ). Oznacza to, że koszt przejęcia 1 PUM wyniosłby około 2300-2500 PLN/PUM (wliczając w to koszty zarządu związane z wytworzeniem inwestycji) lub około 500 PLN/PUM (biorąc pod uwagę jedynie wkład kapitałowy). Cena ta jest naszym zdaniem atrakcyjna. Jeśli przedsięwzięcie się powiedzie, marża należąca BBI Development może sięgać nawet 50-70 mln PLN (23-33% kapitalizacji spółki). Sądzymy, że potencjał do wzrostu wyceny BBI wynika z inwestycji w budowę obiektu na terenie Sezama będzie dyskutowany przez rynek stopniowo, wraz z postępem prac przygotowawczych poprzedzających budowę. Pomijając Sezam, BBI Development posiada też inne ciekawe projekty z dużą ekspozycją na poprawę koniunktury na rynku deweloperskim (dobre lokalizacje pod inwestycje o podwyższonym standardzie). Cena zakupu większości gruntów była rozsądna, tzn. pozwala ona na wygenerowanie marży brutto na sprzedaży poziomie powyżej 20-25%. Wyjątkiem są grunty w Szczecinie (marża < 15%) oraz Poznaniu i Dziwnowie (w przypadku Dziwnowa odpis w I półroczu 2010 roku na kwotę około 18,5 mln PLN). Sytuacja BBI mogłaby się poprawić w przypadku sprzedaży gruntu w Dziwnowie (spadek zadłużenia Grupy). Po fuzji ze spółką Juvenes, BBI Development posiada też zależny podmiot Juvenes-Projekt, realizujący usługi projektowe i project management (redukcja kosztów działalności, dodatkowe przychody ze świadczenia usług na zewnątrz). Problemem w efektywnej i szybkiej realizacji pełnego potencjału banku ziemi jest deficyt własnych środków własnych. W efekcie, dodatnie przepływy pieniężne z projektów koncentrują się w latach 2012+. Rynek kapitałowy obecnie nie jest skłonny dyskutować tak długiego horyzontu inwestycyjnego dla branży deweloperskiej. Nawet w przypadku lidera rynkowego, czyli GTC, horyzont inwestycyjny to rok 2012. Spółka jest notowana po P/BV 2010 = 1,0, a spółek w podobnej sytuacji jest wiele (Plaza Center, Polnord, Echo Investment, Warimpex, Reinhold, Gant...). Na dodatkowy wzrost atrakcyjności BBI mogłoby wpłynąć pozyskanie nowego kapitału (możliwa emisja obligacji), umożliwiający szybsze rozpoczęcie budowy inwestycji Koneser, bądź poprawa sentymentu inwestorów do sektora deweloperskiego (dyskontowanie dłuższego horyzontu działalności firm).

Prognoza wyników finansowych

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	11,3	1,0	37,0	59,3	76,1
EBITDA	1,1	-7,9	60,6	51,4	42,3
marża EBITDA	9,7%	-795,2%	163,6%	86,7%	55,6%
EBIT	1,1	-7,9	60,6	51,4	42,3
Zysk netto	1,4	-9,1	25,9	25,7	12,1
P/E	155,2	-24,1	8,4	8,5	18,0
P/CE	155,2	-24,1	8,4	8,5	18,0
P/BV	1,5	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	237,1	-41,7	5,4	9,8	14,1
LTV *			66,9%	75,9%	74,6%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * wartość długu netto do wartości projektów w budowie (bez gruntów pod przyszłe inwestycje)

Projekty BBI Development

Nazwa	Udział	Miasto	Lokalizacja (ulica)	m2 pow./ PUM	Poniesione nakłady (mln PLN)*	Poniesione nakłady / m2	Stan inwestycji **
Rezydencja Foksal	38%	Warszawa	Kopernika	7 800	32,4	4 154	W budowie
Kino Wars	100%	Warszawa	Rynek Nowego Miasta	2 360	5,5	2 331	Wymiana gruntów
Dom na Dolnej	99%	Warszawa	Dolna	4 046	20,8	5 141	Na ukończeniu
Plac Unii	40%	Warszawa	Puławska	56 165	46,1	821	Rozpoczęcie budowy
Koneser	99%	Warszawa	Ząbkowska	65 860	81,6	1 239	Rozpoczęcie budowy
PD 8	100%	Dziwnów	Kaprała Koniecznego	26 039	51,8	1 989	Planowana
PD 9	100%	Poznań - Kiekrz	Nad Jeziorem	5 652	15,1	2 672	Planowana
PD 10	65%	Szczecin	Łączna - Wkrzańska	96 584	77,1	798	Rozpoczęcie budowy

Źródło: DI BRE Banku S.A.; Memorandum Informacyjne — Program Emisji Obligacji; * stan na styczeń 2010; ** stan bieżący

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 komentarza.

Założenia dotyczące prognozy wyników finansowych

(mln PLN)	Przychody			Koszty własne sprzedaży			Wycena nieruchomości		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Rezydencja Foksal		59,3			29,9	0,0			
Dom na Dolnej	37,0			28,3					
Plac Unii							57,2	12,3	12,3
Koneser - biura E1							2,7		
Szczecin			23,6			20,8			
Koneser - biura E2								18,1	18,1
Koneser - lofty			52,5			34,8			
Suma	37,0	59,3	76,1	28,3	29,9	55,6	60,0	30,4	30,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * prognozy nie uwzględniają wyników z działalności świadczonej przez Juvenes spółkom zewnętrznym

Projekt Plac Unii

W I połowie 2010 roku BBI Development podpisało umowę z deweloperską spółką Liebrecht & Wood na wspólną realizację projektu Plac Unii w Warszawie. W ramach umowy inwestycyjnej, Liebrecht docelowo obejmuje 60% udziału w inwestycji, w zamian zapewniając kapitał własny niezbędny do uruchomienia kredytu finansującego inwestycję. Całkowita powierzchnia inwestycji to 56,2 tys. m². W zamian za grunt BBI Development zobowiązał się do przekazania spółdzielni 5 tys. m² powierzchni obiektu bądź ekwiwalentu w formie gotówki (spółka może wybrać bardziej korzystną opcję). Na 56,2 tys. m² składa się 41,0 tys. m² powierzchni biurowej, 15,2 tys. m² powierzchni handlowej i 530 miejsc postojowych. Obiekt ma zostać wybudowany w 2013 roku, a sprzedany 2 lata później. Przyjmujemy następujące parametry wyceny: yield = 7%, czynsz części biurowej: 20 EUR/m², czynsz części handlowej to 27 EUR/m², przychód z najmu miejsc parkingowych (530) w wysokości 100 EUR/miesiąc. Przyjęte parametry są nieznacznie niższe od oczekiwań zarządu (założenie konserwatywne). Czynsz części biurowej to 4 EUR/m² więcej, niż na Mokotowie i na Woli, 1-3 EUR/m² mniej, niż obecne czynsze transakcyjne w samym centrum Warszawy. Czynsz części handlowej przyjęliśmy na poziomie o 3 EUR/m² niższym, niż w Galerii Mokotów. Przyjęte parametry dają wycenę gotowego obiektu na poziomie 869 mln PLN. Marża brutto na inwestycji to 31%. Inwestycja charakteryzuje się ekspozycją na poprawę koniunktury. W przypadku ponownego wzrostu czynszów w centrum Warszawy, parametry wyceny obiektu mogłyby być wyższe. W sierpniu b.r. rozpoczęły się pierwsze prace przygotowawcze. Cały projekt będzie realizowany jednocześnie. Ewentualne zaskoczenia pozytywne mogą wynikać z niższej niż oczekiwana ceny usługi budowlanej, wyższych niż zakładane czynszów lub z ewentualnej premii od L&W za zapewnienie inwestycji wyższej niż ujęta w biznes planie rentowności (czynnik nie ujęty w prognozach).

Plac Unii: harmonogram prac, postęp wynajmu powierzchni, finansowanie inwestycji

Prace budowlane mają rozpoczynają się na przełomie Q3 i Q4 2010. Spółka liczy na pozyskanie generalnego wykonawcy po dość atrakcyjnej, „kryzysowej” cenie. BBI oraz L&W nie spieszą się z pozyskaniem finansowania na budowę, licząc na dalszy spadek marż odsetkowych na kredytach dla deweloperów (zjawisko to faktycznie następuje). Prace budowlane można prowadzić z kapitału własnego spółki celowej do Q3 2011. Inwestorzy nie spieszą się także z najmem powierzchni handlowej i biurowej, licząc na możliwy wzrost czynszów najmu powierzchni komercyjnej. Zważywszy na możliwość finansowania prac budowlanych przez rok ze środków własnych, takie podejście wydaje nam się rozsądne i nie generujące ryzyk.

Plac Unii: polityka księgowa BBI Development

BBI Development już na koniec I półrocza 2010 roku rozpoznało dużą dodatnią wycenę inwestycji Plac Unii (ponad 40 mln PLN). Przyszła oczekiwana wartość projektu została przez spółkę zdyskontowana stosunkowo wysoką stopą procentową (ok. 10,5%) i przyjęta jako bieżąca wartość obiektu. Zastosowana polityka wyceny nieruchomości jest stosunkowo agresywna (70% potencjalnego zysku rozpoznane przed rozpoczęciem budowy, czy wynajęciem powierzchni). Szacunki te mogą ulec zmianie, w przypadku wyższego niż zakładany poziomu czynszów za powierzchnię biurową i handlową w obiekcie.

Projekt Koneser

Projekt Koneser został nabyty w 2007 roku, tzn. w okresie szczytowej koniunktury na rynku deweloperskim. Ze względu na duże ryzyko administracyjne związane z inwestycją (konserwator zabytków), innych chętnych na nieruchomość nie było. W efekcie, teren Fabryki został nabyty za rozsądną kwotę - nakłady poniesione do końca stycznia 2010 to 1239 / PUM. Decyzja o prawomocnych warunkach zabudowy została wydana stosunkowo szybko. Łączna planowana powierzchnia budynków to 65 861 m², z czego na mieszkania to 20 781 m², lofty: 1 032 m², biura: 21 417 m², handel: 20 361 m², kultura: 2 270 m². Część powierzchni pozostanie w istniejących zabudowaniach, część zaś w nowych budynkach. Projekt podzielony będzie na co najmniej 6 etapów. Z tego pozwolenie na budowę posiada jedynie 1-y etap (część biurowa o powierzchni 1 087 m²). Pierwszy etap ma zostać rozpoczęty w Q3 2010, prace potrwać około roku (adaptacja pomieszczeń). Na przełomie 2010 i 2011 roku ma ruszyć budowa loftów i soft-loftów o powierzchni 14 tys. m² (możliwy podział na 2 fazy), zaś następnie budowa 14,5 tys. m² powierzchni biurowej i komercyjnej. Prace mają być finansowane z kredytu inwestycyjnego, przy czym BBI poszukuje partnerów do realizacji kolejnych etapów inwestycji. Spółka naszym zdaniem dość optymistycznie szacuje ceny sprzedaży powierzchni w inwestycji (np. 8000 PLN/m² za powierzchnię mieszkaniową). Sądzymy, że na wczesnych etapach realizacji bardziej realistyczne są niższe kwoty (7500 PLN/m² za mieszkania, czynsz 15 EUR/m² i yield = 7% dla części biurowej). W dalszych etapach realizacji projektu, możliwe są wyższe parametry cenowe. Warunkiem jest osiągnięcie przez spółkę sukcesu w wykreowaniu Konesera jako atrakcyjnej lokalizacji (blisko przyszłej stacji metra, jedyne lofty w Warszawie,...). Podsumowując, sądzymy, że pomimo niższych zakładanych parametrów projektu, marża na wczesnych etapach inwestycji powinna być stosunkowo wysoka (24% dla części mieszkaniowej, 33% dla części biurowej). Problemem pozostaje ograniczona zdolność spółki do szybszej realizacji inwestycji na większą skalę (zbyt mało wolnych środków pieniężnych). Nie można wykluczyć, że BBI będzie poszukiwać partnerów do realizacji wybranych etapów inwestycji Koneser lub dofinansuje inwestycję z emisji obligacji.

Projekty mieszkaniowe w Warszawie

BBI Development realizuje dwa projekty mieszkaniowe na terenie Warszawy - Rezydencję Foksal i Dom na Dolnej. Rezydencja Foksal ma charakter luksusowy, porównywalny z projektem Opera Dom Development. Spółka szacuje ceny sprzedaży lokali na 20 tys. PLN/m² i wydaje nam się to realne, zważywszy na przedsprzedaż około 1/3 lokali w projekcie i nikłą podaż niewielkich, luksusowych projektów (większość podaży o wyższej jakości to inwestycje aspirujące do statusu luksusowych, złożone często z bardzo wielu mieszkań, przez co tracące na unikalności). Budowa jest obecnie na etapie stanów surowych. Powierzchnia obiektu to 7,8 tys. m², z czego udział BBI Development to 38%. BBI Development zakończyła także realizację projektu Dom na Dolnej na Mokotowie. Projekt jest niewielki (jedynie 4 046 m²). Średnią cenę sprzedaży lokali zakładamy na poziomie 9,2 tys. PLN/m². Inwestycja Dom na Dolnej będzie pozytywnie wpływać na wyniki BBI Development w II półroczu 2010 roku, zaś inwestycja Rezydencja Foksal w II półroczu roku 2011.

Sezam - inwestycja w centrum Warszawy

BBI Development podpisał umowę inwestycyjną z Warszawską Spółdzielnią Spożywców „Śródmieście” w celu zagospodarowania działki, na której obecnie znajduje się Sezam (część tzw. „Ściany Wschodniej”). Podstawowe założenia są następujące: spółka w 100% zależna od BBI ma objąć 1/3 udziałów w spółce celowej w zamian za wkład kapitałowy w wysokości 2 mln PLN, sfinansowanie wszystkich prac projektowych i project management. Całkowite nakłady BBI można szacować na 8-10 mln PLN, zaś przypadający na spółkę zysk na projekcie na 50-70 mln PLN. Powierzchnia użytkowa budynku ma sięgać 12-13 tys. m², co implikuje koszt przejęcia 1 m² projektu na poziomie 2300-2500 PLN (uwzględniając koszty ogólne związane z budową) lub 500 PLN, przy uwzględnieniu jedynie bezpośredniego nakładu finansowego. Nawet po podpisaniu umowy, przed BBI stoi jeszcze wiele wyzwań, takich jak:

- zapobiegnięcie wpisowi obiektu do rejestru zabytków (mało prawdopodobne, obiekt nie ma wartości architektonicznej)
- zadbanie, aby inwestycja nie była zablokowana przez protesty
- pozyskanie warunków zabudowy
- pozyskanie pozwolenia na budowę, a następnie jego obronienie (inwestycje w centrum Warszawy są trudne do rozpoczęcia)

Procedura administracyjna po podpisaniu umowy inwestycyjnej może potrwać 1,5 roku. Udział BBI w projekcie ma docelowo wynieść 33%, przy czym będzie on rósł stopniowo, wraz z postępem prac. Nie uwzględniamy inwestycji w prognozach.

Szansa na korzystną wymianę gruntów

BBI Development stara się o zamianę gruntu po dawnym kinie Wars (2 360 m²) z miastem Warszawa na inną nieruchomość poza ścisłym centrum miasta. W rachubę wchodzić dwie alternatywne nieruchomości. Jedną z nich znajduje się na Bielanach, koło stacji metra, druga zaś nieopodal kina Wars. Na działce możliwa ma być budowa obiektu o powierzchni 24 tys. PUM. Transakcja ma wymagać dopłaty przez BBI 20 mln PLN. Wbrew doniesieniom prasowym, opcja zamiany kina Wars na grunt na Bielanach jest nadal rozważana przez Miasto. Nakłady poniesione na grunt po kinie Wars do końca stycznia 2010 to 5,5 mln PLN. Gdyby zamiana na grunt na Bielanach miała miejsce, ostateczna cena nabycia gruntu wyniosłaby 25,5 mln PLN, czyli 1062 PLN/PUM. Naszym zdaniem cena ta jest atrakcyjna. Sądzymy, że nabycie gruntu było racjonalne nawet po cenie rzędu 1400-1450 PLN/PUM. Obecnie spółka oczekuje uchwały zarządu miasta, akceptującej dokonane wyceny. Następnie będą mieć miejsce negocjacje w sprawie ewentualnych rabatów oraz harmonogramu transakcji. Po obustronnym zatwierdzeniu parametrów transakcji, musi być ona jeszcze zatwierdzona przez Radę Miasta. Nie można wykluczyć, że warunki zamiany gruntu będą korzystne dla BBI i spowodują wzrost wartości spółki. Chodzi nie tylko o parametry finansowe, ale i o łatwość przeprowadzenia inwestycji (generalnie, trudno o zgody na budowę w centrum Warszawy). Nie uwzględniamy ewentualnej transakcji w prognozach.

Projekt mieszkaniowy w Szczecinie

BBI Development posiada grunt w Szczecinie, na którym mogą powstać mieszkania o powierzchni blisko 100 tys. m². Naszym zdaniem grunt ten jest zdecydowanie zbyt duży, biorąc pod uwagę skalę działalności BBI oraz chłonność rynku Szczecińskiego. Szczecin do tej pory nie był rynkiem, na którym aktywnie działało wielu deweloperów, ostatnio jednak sytuacja zaczęła się zmieniać. Projekt w Szczecinie uruchomił m.in. Polnord. Na obecnym etapie trudno powiedzieć, czy rynek okaże się wystarczająco chłonny, czy też podaży przykładem Łodzi, czy Opola (duża podaż, niskie ceny, słaba sprzedaż). Pierwszy etap o powierzchni 8 052 m² ma zostać uruchomiony w Q3 2010 (inwestycja Polnordu: 12 300 m²). BBI w 30% zamierza projekt finansować wkładem własnym, zaś w 70% kredytem. Zawarta została już umowa kredytowa dotycząca finansowania 1 etapu inwestycji. Rozpoczynanie kolejnych etapów jest uzależnione od postępu sprzedaży. Ceny sprzedaży mieszkań zakładamy na takim samym poziomie, jak w przypadku Polnordu (4500 PLN/m²). Wadą projektu z punktu widzenia rachunku wyników jest wysoka cena nabycia gruntu (nakłady do stycznia 2010: 798 PLN/PUM, Polnord: 866 PLN/PUM). Sądzymy, że wysoka cena gruntu nie pozwoli na marżę wyższą, niż 12% brutto na sprzedaży.

Grunt w Dziwnowie i Poznaniu

BBI Development dokonało dwóch nie najlepszych inwestycji - nabycia gruntów w Poznaniu i w Dziwnowie. Dotychczas poniesione nakłady to odpowiednio 2 672 PLN/PUM i 1 989 PLN/PUM. Zarząd jest świadomy, że w obecnej sytuacji rynkowej cena nabycia gruntu w Dziwnowie była wysoka. W przypadku gruntu w Kiekrzu zarząd liczy na uzyskanie satysfakcjonującej rentowności, jednak naszym zdaniem trudnym do spełnienia warunkiem w tym przypadku jest cena lokali sięgająca 8000 PLN/m². Obie inwestycje są kredytowane przez ten sam bank i pokryte wzajemnymi zabezpieczeniami. W I półroczu 2010 roku BBI dokonuje odpisu wartości nieruchomości w Dziwnowie o 18,5 mln PLN, do kwoty zbliżonej do kwoty kredytu (37 mln PLN). BBI rozważa kilka wariantów postępowania w związku z posiadanymi gruntami. Alternatywy są następujące: zdjęcie zabezpieczeń krzyżowych, spłata części kredytu i rozpoczęcie budowy w Kiekrzu, sprzedaż gruntu w Dziwnowie; sprzedaż obu gruntów; pozyskanie partnera do realizacji inwestycji w Dziwnowie i samodzielna realizacja inwestycji w Kiekrzu. W przypadku, gdyby grunt w Dziwnowie został sprzedany, dług netto Grupy spadnie o co najmniej 37 mln PLN. W przypadku, gdyby sprzedane zostały oba grunty, dług Grupy spadnie nawet o 45 mln PLN. Ze względu na dużą niepewność, nie uwzględniamy żadnej z możliwości w prognozach (w przypadku sprzedaży jednego z gruntów możliwy jest spadek LTV 2011 z 75% do 65-67%).

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	11,3	1,0	37,0	59,3	76,1
<i>zmiana</i>		-91,3%	3639,5%	60,1%	28,3%
Koszty operacyjne	10,5	7,7	35,9	37,7	63,7
Zysk na sprzedaży	0,9	-6,7	1,1	21,5	12,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,6%</i>	<i>-675,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>36,3%</i>	<i>16,3%</i>
Pozostałe przychody operacyjne	0,9	1,3	60,0	30,4	30,4
Pozostałe koszty operacyjne	-0,6	-2,5	-0,5	-0,5	-0,5
EBIT	1,1	-7,9	60,6	51,4	42,3
<i>zmiana</i>		-	-	-15,1%	-17,8%
<i>marża EBIT</i>	<i>9,7%</i>	<i>-795,2%</i>	<i>163,6%</i>	<i>86,7%</i>	<i>55,6%</i>
Wynik na działalności finansowej	1,1	0,1	0,7	-0,7	-2,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-0,3	-0,5	-29,3	-18,9	-24,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	1,9	-8,2	32,0	31,8	15,0
Podatek dochodowy	0,7	0,8	6,1	6,0	2,8
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1,4	-9,1	25,9	25,7	12,1
<i>zmiana</i>		-	-	-0,6%	-52,9%
<i>marża</i>	<i>12,4%</i>	<i>-915,4%</i>	<i>70,0%</i>	<i>43,4%</i>	<i>15,9%</i>
Amortyzacja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,1	-7,9	60,6	51,4	42,3
<i>zmiana</i>		-	-	-15,1%	-17,8%
<i>marża EBITDA</i>	<i>9,7%</i>	<i>-795,2%</i>	<i>163,6%</i>	<i>86,7%</i>	<i>55,6%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	532,1	532,1	532,1	532,1	532,1
EPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROAE	1,0%	-5,4%	12,4%	11,0%	4,8%
ROAA	0,4%	-2,1%	5,9%	5,0%	1,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	416,1	426,9	448,5	584,2	671,4
Majątek trwały	154,2	6,6	150,5	365,2	538,0
WNiP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	143,9	358,6	531,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Inwestycje długoterminowe	135,4	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	18,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Majątek obrotowy	261,9	420,3	298,0	219,0	133,4
Zapasy	233,2	394,1	275,2	262,7	195,5
Należności	21,7	2,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowe rozliczenia między-					
okresowe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,2	8,0	19,2	-47,2	-65,7
Inne	2,6	16,0	3,5	3,5	3,5
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	404,5	426,9	448,5	584,2	671,4
Kapitał własny	140,8	196,1	222,0	247,8	259,9
Kapitał mniejszości	11,7	11,9	11,9	11,9	11,9
Zobowiązania długoterminowe	189,6	67,1	67,1	67,1	67,1
Pożyczki i kredyty	0,0	0,0	10,3	10,3	10,3
Rezerwy i inne	189,6	67,1	56,8	56,8	56,8
Zobowiązania krótkoterminowe	74,0	151,7	147,4	257,4	332,4
Pożyczki i kredyty	63,9	135,4	135,4	245,4	320,4
Zobowiązania wobec dostawców	9,9	4,3	0,0	0,0	0,0
Inne	0,2	12,0	12,0	12,0	12,0
Dług	63,9	135,4	145,7	255,7	330,7
Dług netto	59,7	127,4	126,5	302,9	396,4
(Dług netto / Kapitał własny)	42,4%	64,9%	57,0%	122,3%	152,5%
(Dług netto / EBITDA)	54,4	-16,2	2,1	5,9	9,4
BVPS	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.



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:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@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”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mond, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.