

16 listopada 2009

Komentarz specjalny


Deweloperzy

Polska

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

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Q3 2009: znacznie lepsze od oczekiwań
Obecna cena: 34,4 PLN, Cena docelowa: 45,0 PLN

Wyniki Q3 2009 są na każdym poziomie lepsze od naszych oczekiwań. Mimo to, uważamy, że ich znaczenie w kontekście atrakcyjności inwestycyjnej spółki jest niewielkie, gdyż w istotnej części źródłem zaskoczeń były zyski na wycenie nieruchomości oraz oszczędności kosztowe, które przewidywaliśmy, ale dopiero od Q4 2009. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację, z zaznaczeniem, że najbardziej istotna dla notowań Polnordu jest oczekiwana rentowność nowych projektów deweloperskich oraz przyszła skala działalności. Po finalizacji pozyskiwania przez dewelopera finansowania dla nowych inwestycji, odniesiemy się do naszych prognoz rentowności nowych i starych projektów. Pozytywnie oceniamy emisję pierwszej transzy obligacji zamiennych na akcje (100 mln PLN). Deweloper nie wyklucza emisji kolejnych transz obligacji w raporcie. Na razie z prognozowanych przez nas 170 mln PLN wkładu własnego na nowe projekty deweloper pozyskał 114 mln PLN (100 mln PLN z obligacji, 14 mln PLN ze sprzedaży powierzchni biurowej w Rosji). Zakładaliśmy, że deweloper pozyska jeszcze około 16 mln PLN ze sprzedaży powierzchni biurowej oraz 40 mln PLN ze sprzedaży gruntu w Sopocie. W przypadku przekroczenia naszych założeń, poprzez sprzedaż kolejnych obligacji, powierzchni biurowej, gruntu w Sopocie, czy działek pod budowę dróg na Wilanowie (do 175 mln PLN), nie wykluczamy przekroczenia prognozy pozyskanych środków, w efekcie, podniesienia prognoz i wyceny spółki. W zaktualizowanym raporcie będziemy starali się uwzględnić w modelu wpływ opcji konwersji obligacji na akcje.

Przychody w Q3 2009 okazały się wyższe niż oczekiwaliśmy, co bez wątpienia wynika z wyższej niż oczekiwaliśmy liczby przekazanych lokali. Wyższa niż zakładaliśmy okazała się marża brutto na sprzedaży, co tłumaczymy niedoszacowaniem cen sprzedaży w oddawanych lokalach. W Q3 2009 oddawane były mieszkania przedsprzedane po wyższych cenach niż obecne ceny rynkowe. Koszty ogólne działalności wyniosły 11,6 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy 14,6 mln PLN. Niższe koszty zarządu to dobra wiadomość, zwracamy jednak uwagę, że spadek kosztów był przez nas prognozowany, ale dopiero od Q4 2009. Zgodnie z prognozami na rok 2010, średnio w kwartale koszty ogólne mają wynosić 10,5 mln PLN. Aż 15,2 mln PLN wyniósł zysk na wycenie projektu deweloperskiego w toku – biurowca dla Pol-Aqua. Oczekiwaliśmy, że pozycja ta podwyższy wynik Polnordu o 10 mln PLN. Wyższy zysk na wycenie to wiadomość neutralna. Większa wartość przeszacowania obecnie oznacza niższy potencjał wzrostu wyceny obiektu w roku kolejnym. Pozostałe koszty operacyjne i finansowe były bardzo zbliżone do oczekiwań. Ostatecznie, zysk netto wyniósł 17,1 mln PLN (prognozowaliśmy 7,9 mln PLN).

Gdyby w wynikach Q3 2009 nie znalazła się wycena biurowca w budowie, wynik netto w Q3 2009 wyniósłby około 5 mln PLN (0 PLN zgodnie z prognozą). 2,9 mln PLN z różnicy wynika z niższych kosztów ogólnych. W wynikach zwraca uwagę ujemny cash flow operacyjny (-71,4 mln PLN po Q3 2009, - 14,3 mln PLN po I półroczu 2009 roku). Ujemny cash flow, zobrazowany w bilansie zmniejszeniem stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz stanu otrzymanych zaliczek, wynika m.in. z niepieniężnego wygaśnięcia zobowiązań związanych z wniesieniem przez Prokom nieruchomości w Dopierwco koło Poznania (30 mln PLN). Działka była sprzedana przez Prokom Investment Polnordowi na koniec czerwca, wierzytelność została potrącona w związku z emisją akcji w zamian za aport, ale dopiero w lipcu.

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza, vs. konsensus

(mln PLN)	Q3 2009	Q3 2009P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	66,7	61,8	7,84%	61,7	8,07%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,7	18,2	18,94%	-	-
%	32,5%	29,5%	-	-	-
EBIT	24,6	13,4	83,47%	17,0	44,79%
%	36,9%	21,7%	-	27,6%	-
Zysk brutto	21,7	9,9	118,88%	-	-
Zysk netto	17,1	7,9	116,80%	11,4	50,20%
%	25,7%	12,8%	-	18,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord



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, 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

„Prywatny Makler”

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

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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.

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, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Interagroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Od-ratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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.