

13 maja 2011

Komentarz specjalny


Deweloperzy

Polska

J.W. Construction Trzymaj

JWCA.WA; JWC PW

(Niezmieniona)

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

Plany inwestycyjne będą wymagać dofinansowania?
Obecna cena: 15,3 PLN; Cena docelowa: 16,3 PLN

Wyniki J.W. Construction na poziomie nominalnym są porównywalne do naszych szacunków i lepsze od konsensusu prognoz. Struktura wyniku jest jednak nieco gorsza, niż zakładaliśmy. Niższe marże z działalności deweloperskiej i hotelarskiej mogą nieznacznie wpływać na prognozy wyników dewelopera. Ważniejsze jednak niż wyniki finansowe są opóźnienia w rozpoczynaniu wybranych inwestycji deweloperskich, które mogą negatywnie wpływać na wycenę J.W. Construction. Opóźnienia te dotyczą inwestycji: Lewandów (b.3-6), Antoniewska, Gdynia Tysiąclecia, Nowa Dana, Pileckiego. Spółka podała także więcej szczegółów dotyczących inwestycji w Warszawie przy ul. Kasprzaka (przedwstępna umowa nabycia gruntu zawarta z Black Lion NFI). Łącznie inwestycja ma liczyć 148 974 m² powierzchni mieszkaniowej i 72 055 m² powierzchni biurowej (łącznie 221 029 m², czyli jedynie 787 PLN/m² pow. użytkowej). Cena za m² powierzchnia wydaje się bardzo atrakcyjna, z drugiej jednak strony J.W. chce zrealizować projekt nawet w jedynie 4 lata, co naszym zdaniem wymagałoby dużych nakładów finansowych i bardzo agresywnej polityki cenowej. Sprzedaż około 1 tys. mieszkań rocznie w tej lokali wydaje nam się bardzo trudnym zadaniem, zważywszy, że na Woli jest kilkunastu konkurentów, a w samej Warszawie sprzedaje się rocznie około 11-12 tys. lokali. Widzimy też ryzyko, że w momencie rozpoczęcia realizacji projektu, tzn. w II połowie 2012 roku, J.W. może potrzebować dofinansowania w postaci emisji akcji lub sprzedaży części projektu partnerowi. Rozpoczęcie projektu w II połowie 2012 roku oznacza, że wyniki z jego realizacji pojawią się dopiero w 2014 roku. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki J.W. Construction w Q1 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IQ 2010	Zmiana
Przychody	125,6	129,7	-3,1%	129,2	-2,8%	118,2	6,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	38,4	44,4	-13,6%	-	-	34,6	10,8%
%	30,5%	34,2%	-	-	-	29,3%	-
EBIT	31,6	30,9	2,3%	26,2	20,5%	28,8	9,6%
%	25,1%	23,8%	-	-	-	24,4%	-
Zysk brutto	23,6	24,6	-4,2%	-	-	21,7	8,5%
Zysk netto	19,3	19,9	-3,2%	14,8	30,3%	17,6	9,6%
%	15,4%	15,4%	-	-	-	14,9%	-

Źródło: DI BRE Banku; J.W. Construction

Marża z działalności deweloperskiej wyniosła 32,2% (prognoza: 35,4%), segment hotelarski przyniósł -0,3 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (prognoza: 0,4 mln PLN), koszty ogólne wyniosły 13,7 mln PLN (prognoza: 13,0 mln PLN). Na wynik Q1 2011 pozytywnie wpłynęła wycena nieruchomości, nie uwzględniona w prognozach (6,6 mln PLN, prognoza na cały 2011 rok: 5,7 mln PLN). Konsensus prognoz mógł zakładać niższe marże z działalności deweloperskiej, zaś zaskoczenie pozytywne może płynąć z wyceny nieruchomości. Pozostałe przychody operacyjne wyniosły 6,9 mln PLN (w tym 6,6 mln PLN wyceny nieruchomości). Nasza prognoza zakładała 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 8,0 mln PLN (prognoza: 6,3 mln PLN).

Opóźnienia w realizacji wybranych inwestycji

Zgodnie z prognozami, rozpoczęła się realizacja inwestycji Zielona Dolina, Osiedle Centrum (kolejny etap) i Lazurów Ustronie. Inwestycje pojawiać się będą w wynikach 2012 roku. Projekt Lewandów na 8 763 m² pow. użytkowej ma nieprawomocne pozwolenie na budowę. Niedługo inwestycja powinna zostać uruchomiona, nie jesteśmy jednak pewni, czy uda się przekazać mieszkania jeszcze w 2012 roku (tak założyliśmy w prognozach). Projekt Gdynia Tysiąclecia nie rozpocznie się w II połowie 2011 roku, ani też w roku 2012. Projekt liczy łącznie 33 920 PUM. Małe są też szanse, że projekt Antoniewska rozpocznie się w 2011 roku. Inwestycja nie jest objęta MPZP. Kwestia uchwalenia planu utknęła w martwym punkcie (grunt kupiony „okazyjnie” w 2009 roku).

W 2011 roku J.W. nie przekaze też klientom 12 domów w inwestycji Lazurów Ustronie. Deweloper zdecydował, że będą to domy pokazowe, dla klientów, którzy chcieliby nabyć domy w tej inwestycji (w jej kolejnych etapach).

Deweloper przyznaje też, że inwestycja Nowa Dana o powierzchni 34 tys. m² zostanie ukończona dopiero w czerwcu 2014 roku. Wcześniej, w prezentacji wyników za rok 2010, deweloper podawał czerwiec 2013 jako datę ukończenia projektu. Opóźnienia w realizacji budynku J.W. tłumaczy skomplikowaniem technicznym obiektu (kondygnacje podziemne, konieczność zastosowania ścian szczelinowych). Deklarowany koszt budowy obiektu jest nieco niższy od naszych prognoz (200 mln PLN vs. 234 mln PLN). W przypadku inwestycji Pileckiego w Warszawie, deklarowany rok ukończenia również się zmienił.

(wcześniej: 2013, obecnie: 2014). Inwestycja Pileckiego będzie większa, od naszych prognoz (10 022 m² vs. 7 583 m²). Deklarowany koszt budowy to 6,3 tys. PLN/m² (prognoza: 6,8 tys. PLN/m²).

Inwestycja przy ul. Kasprzaka

30 marca 2011 roku J.W. Construction poinformowało o podpisaniu wstępnej umowy nabycia gruntu przy ul. Powstańców Śląskich od Black Lion NFI. Cena nabycia gruntu to 173,98 mln PLN. Łączna powierzchnia gruntu to 81 185 m² (2143 PLN/m²). Z kwoty nabycia, 120 mln PLN to obligacje 4 letnie, które obejmie Black Lion NFI, a pozostała część to gotówka. Na gruncie J.W. planuje budowę 3000 mieszkań (148 974 m²) i 72 055 m² powierzchni biurowej. Łącznie daje to cenę na m² powierzchni na bardzo atrakcyjnym, jak na tą lokalizację, poziomie (787 PLN/m² powierzchni).

Warunkiem wejścia w życie umowy jest pozyskanie oczekiwanych przez J.W. warunków zabudowy dla gruntu. J.W. oczekuje, że WZ uda się pozyskać do końca 2011 roku. Następnie rozpisany zostanie konkurs na zagospodarowanie terenu, wykonany zostanie projekt budowlany oraz pozyskane zostanie pozwolenie na budowę. Sądzymy, że realną datą uruchomienia projektu jest najwcześniej II połowa 2012 roku. Lokale byłyby wówczas oddane i rozpoznane w wynikach spółki w 2014 roku.

J.W. rozważa realizację inwestycji w bardzo krótkim okresie czasowym, tak, aby dopasować przepływy z projektu do terminu zapadalności obligacji. Strategia ta może być bardzo ryzykowna, zważywszy na a) duże wymagane nakłady na budowę b) konieczność zaoferowania niskiej ceny (na Woli jest kilkunastu konkurentów). Nawet przy cenie na poziomie około 7 tys. PLN/m², sprzedaż 750-1000 mieszkań w tej lokalizacji wydaje nam się mało realna. Uważamy, że realna jest sprzedaż 300-400 mieszkań rocznie.

Sądzymy też, że a) zaoferowanie niskich cen przez J.W. spowoduje, że ceny obniżą też konkurenci. b) inwestycja J.W. będzie mieć bardzo duże nasycenie (81,2 tys. m² gruntu, 221 tys. m² pow. użytkowej), co może powodować, że lokale naturalnie należy będzie oferować po niższych cenach. Przykładowo, mieszkania w inwestycjach Mokotów Plaza przy ul. Bukowińskiej (deweloper: J.W., bloki po kilkanaście pięter) sprzedają się na rynku wtórny po 500-1000 PLN/m² mniej, niż inne lokale w tej lokalizacji w niższych budynkach.

Ogólnie, szacujemy, że dla części mieszkaniowej cena sprzedaży wyniesie około 7 tys. PLN/m², koszt budowy zaś 3,5 tys. m². Przy koszcie finansowania na poziomie 0,5 tys. PLN/m², oczekiwana marża na części mieszkaniowej to 31,6%. Marża ta wydaje nam się adekwatna, zważywszy na duże ryzyko projektu (duża działka, wiele etapów, wysokie budynki).



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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
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/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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE. 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.