

26 lutego 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

GTC

GTCE.PW; GTC.WA

Akumuluj

(Niezmieniona)

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

Duża strata na wycenie nieruchomości

Obecna cena 19,6 PLN, Cena docelowa 21,9 PLN

GTC zaprezentował wyniki roczne. Implikowany wynik Q4 2009 był gorszy od naszych prognoz i znacznie gorszy od konsensusu rynkowego. Głównym źródłem różnic jest wyższa niż oczekiwana strata na wycenie nieruchomości inwestycyjnych. Głównym źródłem straty jest spadek czynszów, tak dla obecnych najemców, jak i czynszów minimalnych na rynku (które są przyjmowane w wycenie nie wynajętej powierzchni). Na poziomie operacyjnym, pomijając wycenę nieruchomości, wynik jest lepszy od naszych oczekiwań (pomimo niższych przychodów z części mieszkaniowej). W wyniku większej niż zakładaliśmy straty na wycenie, kapitał własny dewelopera jest o 3,4% niższy na koniec roku niż zakładaliśmy, co może być interpretowane jako potencjał spadkowy w odniesieniu do wyznaczonej ceny docelowej (21,9 PLN). Nawet tak skorygowana cena docelowa (21,2 PLN) pozostawia potencjał wzrostu do kursu o ponad 7,5%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Uważamy, że w Q4 2009 faktycznie miała miejsce ostatnia strata na wycenie nieruchomości kalkulowana w EUR, pomimo tego, że takie opinie były już prezentowane po wynikach Q2 i Q3 2009. W Q1 2010 zarząd GTC sam dokonuje wyceny nieruchomości, w Q2 2010 zaś powinien być już widoczny tak wzrost czynszów minimalnych na rynku, jak i spadek pustostanów. Oddawane też będą wybrane obiekty w budowie (spadek wybranych yieldów). Większy spadek yieldów może mieć miejsce na koniec 2010 roku. Oficjalną rewizję prognoz i wyceny przeprowadzimy po opublikowaniu szczegółowych informacji o nieruchomościach dewelopera.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	164,4	207,3	-20,7%	143,8	14,3%	159,6	3,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	106,5	88,9	19,8%	-	-	75,8	40,5%
Marża %	64,8%	42,9%	-	-	-	47,5%	-
EBIT bez rewaluacji	68,6	64,6	6,2%	-	-	58,5	17,3%
Marża %	41,7%	31,1%	-	-	-	36,6%	-
Wycena nieruchomości	-508,6	-357,7	42,2%	-	-	377,6	-234,7%
EBIT	-440,0	-293,1	50,1%	-125,7	250,0%	436,1	-200,9%
Marża %	-267,7%	-141,4%	-	-87,4%	-	273,3%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	-481,4	-406,8	18,3%	-	-	415,7	-215,8%
Marża %	-292,9%	-196,3%	-	-	-	260,5%	-
Zysk netto	-350,5	-307,1	14,1%	-114,2	206,9%	152,3	-330,2%
Marża %	-213,3%	-148,2%	-	-79,4%	-	95,4%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

Przychody ze sprzedaży okazały się niższe od naszych oczekiwań. Głównym źródłem różnicy są niższe niż zakładane przychody z działalności mieszkaniowej. Mimo to, marża na działalności była lepsza niż oczekiwaliśmy. Wyższe za to okazały się przychody i marże z działalności komercyjnej. Uważamy, że wpływ na to mogło mieć przeszacowanie efektu wakacji czynszowych dla nowych najemców. Przychody w segmencie komercyjnym wyniosły w 2009 roku 129 mln PLN, podczas gdy szacowaliśmy je na 102,7 mln PLN. Nasza prognoza na rok 2010 opiewa na dokładnie 129 mln PLN kwartalnie.

Przychody i marże brutto w segmentach działalności

(mln PLN)		Wyniki Q4	Prognoza DI BRE
Grupa	Przychody	164,4	207,3
	Zysk brutto	106,5	88,9
	Marża %	64,8%	42,9%
Segment komercyjny	Sprzedaż	129,0	102,7
	Zysk brutto	98,4	75,8
	Marża %	76,3%	73,8%
Segment mieszkaniowy	Sprzedaż	35,4	104,5
	Zysk brutto	8,1	13,1
	Marża %	22,9%	12,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

Koszty ogólne w Q4 2009 wyniosły 34,1 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 21,3 mln PLN. Koszty zarządu i sprzedaży były zawsze w GTC wysoce zmienne. Istnieje ryzyko, że rewizja prognoz będzie wymagała podniesienia prognoz kosztów ogólnych w przyszłych latach, sądzymy jednak, że nie będzie to miała istotnego wpływu na wycenę. Strata na wycenie nieruchomości wyniosła w Q4 2009 508,6 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 357,7 mln PLN. W całym roku 2009 strata na wycenie wyniosła 708,7 mln PLN, przy czym 462,7 mln PLN z tego to Polska i Węgry, 118,8 mln PLN Rumunia i Bułgaria, zaś 163,9 mln PLN to pozostałe kraje. O ile w Q2 i Q3 głównym źródłem negatywnej wyceny był wzrost stóp kapitalizacji, o tyle w Q4 2009 wpływ na wycenę miał spadek czynszów (bieżących i minimalnych). Uważamy, że czynsze podlegały korekcie w dół tak w Polsce (wynajęte po bardzo wysokich stawkach wybrane biurowce, w tym Platinum 1 i 2), jak i w wybranych pozostałych krajach (np. biurowce w Serbii). Efekt wzrostu yieldów w Q4 2009 q/q był stosunkowo mało istotny. Korekta wyceny nie dotyczyła gruntów - na koniec Q4 2009 wartość nieruchomości inwestycyjnych w koszcie nabycia wynosiła 1,463 mld PLN, w porównaniu do 1,457 mld PLN w Q3 2009.

Średni rewersionary yield i ERV/m2, Q4 vs. Q3 2009

(%, EUR/m2)	Yield Q4	Yield Q3	ERV/m2 Q4	ERV/m2 Q3
Nieruchomości gotowe				
Polska	7,50%	7,20%	21	23
Pozostałe kraje	8,20%	8,30%	20	21
Nieruchomości w budowie				
Polska	-	7,50%-	-	-
Pozostałe kraje	9,30%	8,50%-	-	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

Wpływ działalności finansowej netto wyniósł -41,4 mln PLN, w porównaniu do prognozowanych -113,7 mln PLN. Źródłem różnicy było m.in. ujęcie w naszej prognozie wszystkich różnic kursowych w rachunku zysków i strat, nie zaś w bilansie. Ostatecznie, wynik netto odchylił się od naszych szacunków o 14%. Sposób przedstawienia różnic kursowych nie wpływa na wartość spółki i kapitały własne dewelopera.

Generalnie, uważamy, że pomimo znacznych strat na wycenie i negatywnego zaskoczenia wynikami, należy też zwrócić uwagę na bilans dewelopera. Tak naprawdę to bilans determinuje, ile GTC powinno być warte. Proponujemy zwrócić uwagę na poziom kapitałów własnych. W stosunku do naszych prognoz, kapitały własne spadły o 3,4%. Gdyby przyjąć tą różnicę jako dyskonto do ceny docelowej, otrzymujemy cenę w wysokości 21,2 PLN, która i tak jest istotnie wyższa od ceny rynkowej (o ponad 7,5%). Kapitał własny pomija czynnik taki jak sposób przedstawienia różnic kursowych.

Kapitał własny na koniec 2009 roku

	Wartość	Jednostka
GTC	3961,2	mIn PLN
DI BRE	4099,3	mIn PLN
różnica	3,4%	%
Wycena DI BRE	21,9	PLN / akcję
różnica	3,4%	
Wycena skorygowana o różnicę w wycenie nieruchomości	21,2	PLN / akcję

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

Wybrane pozycje bilansu i cash flow

(mIn PLN)	Wynik Q4 2009	Prognoza DI BRE	Różnica
Nieruchomości inwestycyjne	8 101,0	7 982,0	1,5%
Środki pieniężne	762,7	695,3	9,7%
Kapitał własny - akcjonariusze jednostki dominującej	3 961,2	4 099,3	-3,4%
Zadłużenie łącznie	5 314,7	5 107,2	4,1%
Instrumenty pochodne łącznie	315,4	319,9	-1,4%
Wydatki kapitałowe	161,4	116,0	39,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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

„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 księgową

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 księgową) - 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, Mondy, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

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, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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.