

22 marca 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

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

J.W. Construction **Kupuj**

JWC.PW; JWCA.WA

(Niezmieniona)

Wyższe przychody = wyższy wynik

Obecna cena 13,18 PLN, Cena docelowa 14,0 PLN

Wyniki J.W. Construction były wyższe od oczekiwań. Związane jest to jednak z większą liczbą przekazanych lokali (1940 w całym 2009 roku, oczekiwaliśmy 1737). Marże z działalności deweloperskiej są zgodne z oczekiwaniami (oczekiwaliśmy marży brutto na sprzedaży = 27,1%, jest 27,0%). Nieznacznie gorsze wyniki spółka zaprezentowała w pozostałych segmentach, tu jednak skala działalności jest mała. W porównaniu do poprzednich kwartałów wzrosły koszty zarządu. Ostatecznie, podtrzymujemy opinię, że wyniki Q4 2009 mają znaczenie głównie historyczne, liczą się rozpoczęcia nowych projektów i bieżące wyniki sprzedaży mieszkań. W 2010 roku w przeciwieństwie do Dom Development, czy Polnord, J.W. zaoferuje poprawę wyników r/r. J.W. pozostaje aż 3000 mieszkań do rozpoznania w wynikach przyszłych kwartałów. Opóźniony o pół roku w stosunku do konkurentów cykl budów oznacza, że deweloper rozpocznie nowe projekty mieszkaniowe dopiero w II połowie 2010 roku. Oznacza to, że projekty te wpłyną dopiero na wyniki 2012 roku. W 2011 roku może wystąpić luka w wyniku spółki, spowodowana tym, że w 2011 roku rozpoznawana będzie jedynie sprzedaż „resztówek” mieszkań ze starych projektów oraz wycena inwestycji komercyjnych w toku. Dodatkowy wpływ na opóźnienia w rozpoczynaniu nowych projektów ma późniejszy w stosunku do naszych prognoz spływ gotówki. Ze względu na brak możliwości sfinalizowania przez niektórych klientów dewelopera zakupu lokalu (lokalę kupione w systemie 10/90 w projekcie Górczewska Park), oferta mieszkaniowa dewelopera składa się obecnie z aż 1,5 tys. lokali. Na szczęście, lokale te odpowiadają obecnym oczekiwaniom rynku (małe mieszkania, 35-55 m²). Podtrzymujemy rekomendację pozytywną.

J.W. Construction w Q4 2009 wypracowało przychody o 26,7% wyższe od naszych oczekiwań. Źródłem wyższych przychodów jest segment działalności deweloperskiej (przekazanie większej, niż zakładaliśmy, ilości lokali w 2009, 1940, w porównaniu do oczekiwanych 1737). Marża brutto ze sprzedaży jest niższa od naszych oczekiwań (24,6%, oczekiwaliśmy 26,9%), różnica wynika jednak wyłącznie z gorszych wyników w pozostałych segmentach działalności (działalność hotelarska, TBS, wyłączenia). Marża brutto ze sprzedaży w zakresie działalności deweloperskiej wyniosła 27% i była zgodna z oczekiwaniami (27,1%). Marża brutto ze sprzedaży w segmencie TBS i hotelarskim (łącznie wyniki obu segmentów) wyniosła 12,2%, podczas, gdy oczekiwaliśmy 21,8%. Spadek marż to zjawisko przejściowe i nie rodzi ryzyka na przyszłość. Działalność TBS charakteryzuje się bardzo niskimi stopami kapitalizacji (około 3%) w relacji do wartości rynkowej porównywalnych lokali. Wejście w życie przepisów uprawniających do zbywania po cenach rynkowych lokali przez TBS pozwalałoby na znaczny wzrost wyceny akcji dewelopera.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	222,2	175,4	26,7%	187,0	18,8%	267,9	-17,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,6	47,2	15,7%	-	-	62,4	-12,5%
Marża %	24,6%	26,9%	-	-	-	23,3%	-
EBIT	42,0	36,1	16,2%	39,5	6,3%	38,1	10,3%
Marża %	18,9%	20,6%	-	21,1%	-	14,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	35,3	32,5	8,6%	-	-	24,9	41,9%
Marża %	15,9%	18,5%	-	-	-	9,3%	-
Zysk netto	31,0	26,3	17,9%	26,9	15,4%	13,5	130,4%
Marża %	14,0%	15,0%	-	14,4%	-	5,0%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction

Wyniki Q4 2009 w segmentach działalności vs. prognoza

(mln PLN)	Działalność deweloperska	Działalność hotelowa i TBS	Pozostałe
Q4 2009			
Przychody	215,5	6,7	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	58,3	0,8	-4,5
Marża %	27,0%	12,2%	-
Q4 2009P			
Przychody	167,8	7,6	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	1,7	0,0
Marża %	27,1%	21,8%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction

Wyniki Q4 2009 vs. wyniki Q3 2009 i H1 2009 w segmentach działalności

(mln PLN)	Działalność deweloperska	Hotelarstwo	Budownictwo społeczne	Budownictwo	Pozostałe	Korekty i wyłączenia
Q4 2009						
Przychody	215,5	3,8	2,9	86,6	-11,7	-74,9
Zysk brutto ze sprzedaży	58,3	0,0	0,8	13,7	-1,2	-17,1
Marża %	27,0%	0,2%	27,6%	15,8%	10,1%	22,8%
Q3 2009						
Przychody	146,2	4,3	2,5	109,5	4,0	-106,5
Zysk brutto ze sprzedaży	38,8	0,5	1,2	2,2	1,0	-2,1
Marża %	26,5%	12,3%	49,1%	2,0%	23,8%	2,0%
H1 2009						
Przychody	302,9	7,5	6,1	82,6	17,9	-85,9
Zysk brutto ze sprzedaży	86,7	-0,2	3,1	6,9	0,5	-7,7
Marża %	28,6%	-2,8%	50,0%	8,3%	2,9%	9,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction

Wyższe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólne działalności (15,8 mln PLN, oczekiwaliśmy 10,5 mln PLN). W Q3 2009 koszty ogólne wyniosły 10,0 mln PLN, w Q2 2009 zaś 9,8 mln PLN. Kwestia wzrostu kosztów ogólnych pozostaje do wyjaśnienia. Spodziewamy się, że wzrost kosztów mógł być spowodowany wypłatą premii na koniec roku bądź przebiegowaniami zawartymi w raporcie rocznym. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły w Q4 2009 3,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych na poziomie -0,5 mln PLN).

Wyższe od oczekiwań były też pozostałe koszty finansowe – wyniosły one 6,7 mln PLN (oczekiwaliśmy 3,6 mln PLN). Różnica prawdopodobnie wynika z wyższych kosztów odsetkowych. Deweloperzy księgują koszty kredytów finansujących projekty deweloperskie w kosztach własnych sprzedaży. Jednocześnie, kredyty pod działalność TBS, czy finansujące rozbudowę Ośrodka Czarny Potok trafiają do pozostałych kosztów finansowych. Zgodnie z tą zasadą dokonaliśmy prognozy. Uważamy, że rozbieżność może wynikać z opóźnienia w spłacie kredytów po zakończeniu wybranych inwestycji (tzn. po sprzedaży mieszkań koszty niespłaconego kredytu nie są już alokowane do kosztu własnego sprzedaży).

Efektywna stopa podatkowa wyniosła w Q4 2009 12%, zysk netto zaś 31,0 mln PLN (oczekiwaliśmy 26,3 mln PLN). W wynikach Q4 2009 uwagę zwraca także brak istotnego spadku zadłużenia netto. Nie budzi to jednak naszych obaw. Zmiany w aktywach i pasywach z tytułu kontraktów budowlanych sugerują, że w Q4 2009 oddawane były głównie mieszkania przedsprzedane w systemie proporcjonalnym lub/i prowadzone były prace budowlane w wybranych inwestycjach. Większej poprawy kapitału obrotowego oczekujemy w 2010 roku.

Zmiany głównych pozycji bilansowych, Q4 2009 vs. Q3 2009

(mln PLN)	Q4 2009	Q3 2009	Zmiana q/q
Aktywa: kontrakty budowlane	916,2	990,5	-74,3
Pasywa: kontrakty budowlane	346,5	412,5	-66,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	27,2	20,2	7,0
Kredyty i pożyczki długoterminowe	113,4	203,5	-90,1
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	276,7	208,9	67,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction

Plany rozpoczęcia nowych inwestycji: projekty komercyjne

Projekt	Typ	Ilość m2	Przewidywane rozpoczęcie	Opis
Jerozolimskie Point	biurowiec	4157	rozpoczęty	-
Pileckiego	biurowiec / hotel	16838	II poł 2010	klient zainteresowany nabyciem zmienia koncepcję obiektu na czerwiec 2010 zaplanowane prace wyburzeniowe na działce
Nowa Dana	biurowiec / handel	28712	Q3 2010	

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction



Plany rozpoczęcia nowych inwestycji: projekty mieszkaniowe

Projekt	Ilość m2	Ilość mieszkań	Planowane rozpoczęcie	Opis
Zielona Dolina, E1	29265	597	Q3 2010	Rozpatrywane odwołania od PnB
Zielona Dolina, E1	43285	883	2011	
Światowida	13000	196	II poł 2010	Domy pokazowe, 12 sztuk w budowie Oczekiwanie na plan zagospodarowania
Łódź Tymienieckiego E1	6942	120	II poł 2010	
Katowice (Uroczysko) E1	4015	100	II poł 2010	
Ożarów Mazowiecki - E1	1920	12	rozpoczęty	
Antoniewska	13863	220	2011	
Lewandów Park III	33179	787	2011	
Berensona	9350	170	2011	
Ożarów Mazowiecki - E2+	9600	60	2011+	

Źródło: DI BRE Banku S.A., J.W. Construction



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.kliszcz@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 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, 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, Interagroclin 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 Klimat, 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.