31 sierpnia 2012

Komentarz specjalny

BRE DOM INWESTYCYJNY

Deweloperzy

Polska

J.W. Construction Redukuj

JWC PW; JWCA.WA

(Niezmieniona)

Piotr Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Dwa one-offy bez wpływu na wynik

Obecna cena: 4,0 PLN; Cena docelowa: 4,0 PLN

Konferencja po wynikach rzuciła nieco światła na strukturę wyniku finansowego JWC w Q2 2012. Wbrew naszym wcześniejszym podejrzeniom wysokie przychody pozostałej działalności operacyjnej i równie wysoka strata ze zbycia inwestycji (zaksięgowana w kosztach finansowych) nie dotyczyła transakcji sprzedaży nieruchomości, którą Spółka zawarła pod koniec czerwca. Transakcja była zaksięgowana w przychodach ze sprzedaży i była przyczyną znacznego niedoszacowania przychodów w naszych prognozach i konsensusie. Po oczyszczeniu przychodów o transakcję (dotyczyła ona sprzedaży Pensjonatu w Sopocie i 38 działek pod Ożarowem Mazowieckim) przychody wyniosłyby 65 mln PLN vs. prognoza: 56,4 mln PLN vs. konsensus: 62,0 mln PLN, a zysk brutto ze sprzedaży szacowalibyśmy na ok. 13 mln PLN vs. prognoza: 12,2 mln PLN. Oczyszczony wynik był zatem nieco lepszy od naszych oczekiwań. Przekroczenie naszych prognoz przychodów najprawdopodobniej wynikało z wyższych obrotów segmentu budowlanego. Jednocześnie marże deweloperskie mogły być nieco wyższe niż zakładane przez nas 27%. W kolejnych kwartałach spodziewamy się spadku marż (podobne oczekiwania mamy w stosunku do innych deweloperów mieszkaniowych np. Dom Developemnt, Robyg). SG&A wzrosły o 30% q/q, lecz w ujęciu rocznym były o 12% niższe. Zysk z przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych wyniósł 0,6 mln PLN vs. prognoza: 5,0 mln PLN, co stanowi najniższą rewaluację w ostatnich siedmiu kwartałach. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło 12,2 mln PLN, z czego 14,2 mln PLN to przychody będące następstwem rozwiązania umowy z SAWA Residential Fond, o której Spółka informowała w grudniu 2011 r. Przychody nie wiązały się z wpływem środków pieniężnych do Spółki. Bardzo wysokie koszty finansowe (-23,2 mln PLN) również miały charakter jednorazowy. Spółka postanowiła ostatecznie wycofać się z podmoskiewskiej Kołomnej, sprzedając udziały w spółce realizującej projekt deweloperski w tym mieście. Wiązało się to z odpisem w wysokości 14,4 mln PLN. Sprzedaż Rosyjskiej spółki nie przyniosła JWC gotówki. Zysk netto wyniósł w Q2 2012 6,1 mln PLN vs. konsensus: 5,3 mln PLN vs. prognoza: 10,9 mln PLN. Nasza prognoza była więc o prawie 5 mln PLN wyższa od zaraportowanego wyniku (efekt zawyżonej rewaluacji). Dwa zdarzenia o charakterze jednorazowym, miały łącznie neutralny wpływ na wynik netto i cash flow dewelopera.

W wynikach Q2 2012 pozytywnie oceniamy linię przychodów i zysku brutto ze sprzedaży. Nieco wyższe od oczekiwań okazały się natomiast koszty administracyjne. Pozostałe składowe wyniku, po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe, nie przyniosły większych zaskoczeń. Warto zwrócić uwagę, że po oczyszczeniu wyników JWC o czerwcową sprzedaż nieruchomości Spółka poniosłaby prawie 10 mln PLN straty netto rozliczając w wyniku 131 mieszkań. Tymczasem sprzedaż lokali w Q2 2012 wyniosła 133 szt. (po oczyszczeniu statystyk sprzedaży o sprzedaż projekty Oxygen). Oznacza to, że bez zdarzeń jednorazowych i rewaluacji, przy obecnym tempie sprzedaży, JWC nie jest w stanie osiągać zysków. W naszych prognozach zakładamy, że ta sytuacja zmieni się w przyszłości wraz w wprowadzeniem nowych inwestycji do oferty. Zważywszy jednak na spodziewany spadek marż deweloperskich i wzrost zadłużenia (na koniec Q2 2012, po zakupie działki na warszawskiej Woli wzrosło ono do 714 mln PLN vs. 601 mln PLN na koniec Q1 2012) o dobre wyniki 2012 i 2013 r. będzie trudno. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj.

Wyniki Q2 2012 vs. prognoza i konsensus

(mln PLN)	Q2 2012	Q2 2012P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2011	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	108,9	56,4	93,2%	62,0	75,7%	93,1	17,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	30,7	12,2	151,2%	-	-	26,9	13,9%
Marża %	*28,1%*	*21,6%*	-	-	-	*28,9%*	-
EBIT	29,2	20,5	42,6%	15,8	84,8%	15,6	86,7%
Marża %	*26,8%*	*36,3%*	-	*25,5%*	-	*16,8%*	-
Zysk brutto	7,5	13,4	-43,9%	-	-	7,2	4,4%
Marża %	*6,9%*	*23,8%*	-	-	-	*7,7%*	-
Zysk netto	6,1	10,9	-43,6%	5,3	15,5%	5,4	13,1%
Marża %	*5,6%*	*19,3%*	-	*8,5%*	-	*5,8%*	-

Źródło: DI BRE Banku, J.W. Construction

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.

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
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

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

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

Piotr Zybała 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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alchemia, Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.
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.