

23 marca 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

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

Polnord

PND.PW; PNOR.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Q4 2009: wyniki pełne zdarzeń jednorazowych**Obecna cena 38,9 PLN, Cena docelowa 46,8 PLN**

Wyniki Polnordu są pełne zdarzeń jednorazowych. Są to m.in. rezerwy utworzone na poziomie zysku brutto ze sprzedaży (6,2 mln PLN) i zysk na wycenie nieruchomości (64,5 mln PLN, z czego 59,9 mln PLN to przeszacowanie gruntu w Dopiewcu, zakupionego w marcu 2009 od Prokomu). W Q4 2009 Polnord przekazał nieznacznie więcej mieszkań niż zakładaliśmy (74 mieszkania wobec zakładanych 71). Ostatecznie, przychody z przekazania lokali wyniosły w Q4 2009 około 41 mln PLN (prognoza: 37,3 mln PLN). Dodatkowo, spółka przekazała mieszkania w Rosji (1,8 mln PLN), czego nie zakładaliśmy w prognozie. Wynik brutto na sprzedaży na działalności mieszkaniowej jest zgodny z oczekiwaniami. Wyższe natomiast aż o 3,7 mln PLN niż oczekiwaliśmy są koszty zarządu. Ostatecznie, na poziomie operacyjnym wyniki spółki są zbliżone do oczekiwań. Podtrzymujemy pozytywną ocenę atrakcyjności inwestycyjnej Polnordu. Argumentami przemawiającymi za zaangażowaniem w akcje dewelopera jest przyzwoity bank ziemi, zapewnione finansowanie dla nowych projektów i przygotowany program inwestycyjny. Pozytywnie oceniamy możliwość współpracy Polnordu i GTC przy budowie CH na Wilanowie. Szacujemy, że marża brutto na tej inwestycji może wynieść nawet 30-35%. Pierwsze zyski z przedsięwzięcia mogłyby zostać wykazane już po rozpoczęciu przedsięwzięcia, czyli nawet już w 2010 roku. W najbliższym czasie planujemy aktualizację prognoz wyników finansowych Polnordu.

Przychody Polnordu w Q4 2009 były o 13,8 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Z kwoty tej około 3,7 mln PLN to wyższe przychody z przekazanych mieszkań (zakładaliśmy przekazanie 71 lokali, przekazano 74, o wyższych niż zakładaliśmy metrażach). Około 1,8 mln PLN zapewniły oddania lokali w Rosji (nie uwzględnione w prognozie). O 7,9 mln PLN przychody w Q4 2009 powiększyły bez marżowe, techniczne rozliczenia z Prokomem, z tytułu budowy infrastruktury na Wilanowie (przychody z usług). Rozliczeń tych nie uwzględnialiśmy w prognozie.

Wynik brutto na sprzedaży wyniósł 5,4 mln PLN (marża: 10,6%, prognoza: 27,4%). Przyczyną niższego wyniku brutto jest m.in. utworzenie rezerw w poczet kosztów własnych sprzedaży na kwotę 6,2 mln PLN. 5 mln PLN wyniosła rezerwa z tytułu umów zawartych w związku z budową obiektu biurowego w Nowosybirsku. Umowy te zawarte zostały m.in. ze spółką projektową, wykonawcą, i zakładały rozliczenie płatności za wykonane usługi w formie przekazanej po niższej niż rynkowa cenie powierzchni biurowej. Do tej pory spółka, w oparciu o dawny budżet projektu, oczekiwała, że relacja ceny przekazanej powierzchni do kosztu budowy (który znacznie wzrósł) będzie bardziej korzystna. Nie spodziewamy się więcej takich zdarzeń na projekcie w Nowosybirsku. Ceny uzyskiwane na rynku gwarantują dodatnią rentowność projektu. 1,2 mln PLN wyniosła rezerwa utworzona przez Polnord w związku z realizacją II etapu inwestycji w Łodzi. Ze względu na nadpodaż na rynku nowych lokali, ceny w Łodzi są obecnie niskie. Cena zakupu była wysoka jak na Łódź (prawie 1100 PLN/PUM). Mimo utworzonej rezerwy, inwestycja dla spółki ma sens (koszt gruntu to koszt utopiony, liczą się przepływy pieniężne).

Skorygowana o efekt utworzonych rezerw marża brutto na działalności deweloperskiej (42,8 mln PLN przychodów) wynosi około 27%, tzn. jest zgodna z oczekiwaniami. W porównaniu do prognoz, wyższe okazały się koszty ogólne działalności (13,5 mln PLN, prognoza: 9,8 mln PLN). W przyszłych raportach dokonamy korekty prognoz kosztów ogólnych w górę, jednocześnie, podnosząc marże na realizowanych projektach. Ostateczny efekt powinien być pozytywny dla wyceny spółki.

Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 0,2 mln PLN, zysk na wycenie nieruchomości zaś 64,5 mln PLN (z tego 59,9 mln PLN to efekt wyceny gruntu w Dopiewcu). Obecna wycena gruntu to 244 PLN/m², poprzednia zaś, z chwili nabycia gruntu, to 70 PLN/m². Polnord przecenę gruntu tłumaczy przeniesieniem działki do nieruchomości inwestycyjnych i wpisaniem Polnordu do księgi wieczystej (w momencie zakupu sytuacja prawna gruntu była skomplikowana).

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	51,1	37,3	36,9%	46,9	8,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,4	10,2	-47,1%	12,6	-57,3%
Marża %	10,6%	27,4%	-	27,0%	-
Zysk na wycenie nieruchomości	64,5	43,0	49,9%	0,0	-
EBIT	55,2	44,4	24,3%	-15,6	-
Marża %	108,1%	119,1%	-	-33,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	43,7	33,8	29,3%	-11,5	-
Marża %	85,6%	90,6%	-	-24,5%	-
Zysk netto	31,4	27,4	14,7%	-10,6	-
Marża %	61,5%	73,4%	-	-22,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polnord



Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły w Q4 2009 11,5 mln PLN (prognoza: 10,6 mln PLN). Duże pozostałe koszty finansowe to m.in. efekt straty Fadesy na instrumentach pochodnych. Instrumenty te zostały otwarte w celu zabezpieczenia kursu w transakcji pakietowej sprzedaży mieszkań w projekcie Ostoja Wilanów III. Efektywna stopa podatkowa w Q4 2009 wyniosła 26,9%, tzn. była wyższa od naszych oczekiwań. Polnord zaksięgował też nie uwzględnione w prognozie 0,5 mln PLN straty akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, wynik netto Polnordu w Q4 2009 wyniósł 31,4 mln PLN (prognoza: 27,4 mln PLN).

Gdyby deweloper nie dokonał w Q4 2009 wyceny nieruchomości inwestycyjnych i nie utworzył rezerw na poziomie kosztów własnych ze sprzedaży, EBIT w Q4 2009 wyniósłby –3 mln PLN, a strata netto blisko 27 mln PLN.



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, 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, Energomontaż Północ, 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 Klimat, LW Bogdanka.

Assesco 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.