

11 sierpnia 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

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

**GTC**

GTCE.PW; GTC.WA

**Trzymaj**

(Niezmieniona)

**Q2 2010: Niższy zysk na wycenie, one-offy****Obecna cena: 23,3 PLN; Cena docelowa: 23,9 PLN**

Wyniki za I półrocze są gorsze od naszych oczekiwań i gorsze od konsensusu prognoz na poziomie zysku netto, mimo to, wyniki spółki postrzegamy raczej neutralnie. Przyczyną odchyień od konsensusu prognoz na poziomie wyniku netto są zdarzenia jednorazowe na poziomie kosztów finansowych związanych ze sprzedażą budynków Topaz i Nefryt. Wynik na poziomie marży z wynajmu nieruchomości jest niewiele niższy od naszych oczekiwań (-7,2%). Sądzymy, że różnica jest nieistotna i wynika ze zbyt krótkich zakładanych przez nas okresów wakacji czynszowych w nowych obiektach. Zbliżona do zera marża brutto z działalności mieszkaniowej w Q2 2010 również nie ma bardzo wielkiego znaczenia. Szacujemy, że nawet gdyby GTC sprzedało całe zapasy gotowych mieszkań po zerowej marży, ewentualny utracony zysk w stosunku do naszych prognoz wyniósłby około 8,5 mln EUR (0,7% kapitalizacji spółki). Wycena nieruchomości w Q2 2010 wyniosła +13,1 mln EUR, czyli mniej, niż szacowaliśmy (28,5 mln EUR). Zgodnie z informacjami pozyskanymi na konferencji po wynikach Q2 2010, wycena gotowych nieruchomości dała 17 mln EUR zysku, wycena nieruchomości w toku: 7 mln EUR, zaś wycena wybranych nieruchomości ukończonych, ale nie wynajętych: -10 mln EUR. Zarząd GTC oczekuje, że wynajęcie powierzchni w nieruchomościach (prawdopodobnie biurowce w Katowicach i Łodzi) powinno wpłynąć na wzrost wyceny obiektów (odwrócenie negatywnych wycen z Q2 2010). Podsumowując, podtrzymujemy opinię, że spółka jest relatywnie defensywna, ale nie posiada istotnego potencjału wzrostowego. Nadal uważamy, że adekwatna jest obecna cena docelowa i rekomendacja trzymaj.

**Wyniki GTC za Q2 2010 w segmentach działalności**

(mln EUR)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica
	Segment komercyjny			Segment mieszkaniowy		
Przychody	30,6	33,4	-8,4%	10,2	18,0	-43,5%
Zysk brutto na sprzedaży	23,8	25,7	-7,2%	-0,1	1,7	-
Marża %	77,8%	76,8%	-	-0,8%	9,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

**Wyniki GTC za Q2 2010 vs. prognoza i konsensus PAP**

(mln EUR)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	40,8	51,4	-20,7%	40,8	0,0%	38,3	6,5%
Zysk brutto na sprzedaży	23,7	27,4	-13,3%	-	-	20,4	16,4%
Marża %	58,2%	53,2%	-	-	-	53,2%	-
Zysk (strata na wycenie)	13,1	28,5	-54,0%	-	-	-28,7	-
Poz. koszty oper. netto	0,5	0,3	110,4%	-	-	-3,6	-
EBIT	31,0	49,6	-37,5%	30,0	3,3%	-17,8	-
Poz. koszty finans. netto	20,5	14,2	44,6%	-	-	-4,9	-
Zysk brutto przed opodatk.	10,5	35,4	-70,4%	-	-	-22,7	-
Podatek	11,7	6,7	74,3%	-	-	-8,8	-
Zysk (strata) mniejszości	-3,7	1,4	-	-	-	-2,0	-
Zysk netto	2,5	27,3	-90,8%	13,5	-81,5%	-11,9	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

Przychody okazały się o 20,7% niższe od naszych szacunków i były zgodne z konsensusem prognoz. Za odchylenie odpowiada głównie segment mieszkaniowy. Przychody w segmencie komercyjnym są również niższe od naszych założeń, jednak różnica nie przekracza 10%. Prawdopodobnie różnica wynika ze zbyt krótkich zakładanych przez nas wakacji czynszowych w wybranych inwestycjach (w porównaniu do stanu faktycznego). Marża na wynajmie jest nieco wyższa od naszych oczekiwań (77,8%, oczekiwaliśmy 76,8%). O 7,8 mln EUR niższe od naszych oczekiwań okazały się przychody w segmencie mieszkaniowym (wyniosły 10,2 mln EUR). Negatywnym zaskoczeniem jest poziom marży brutto do działalności (-0,8%, w porównaniu do prognozowanych 9,5%). Siła tego zaskoczenia nie jest jednak duża – zgodnie z naszymi szacunkami gdyby kolejne mieszkania w starych projektach były przekazywane z zerową marżą, potencjalne utracone dochody wyniosłyby jedynie 8,5 mln EUR (0,7% bieżącej kapitalizacji GTC). Niższa marża z działalności mieszkaniowej wynika z rabatów udzielanych przez spółkę, relatywnie wysokiego kosztu wytworzenia oraz trudnej sytuacji na rynku węgierskim i rumuńskim. W połowie ze względu na wynik segmentu mieszkaniowego, zaś w połowie ze względu na wynik z działalności mieszkaniowej,

zysk brutto na sprzedaży okazał się o 3,7 mln EUR (13,3%) niższy od naszych oczekiwań. Koszty ogólne były niższe od naszych prognoz, gdyż wyniosły 5,3 mln EUR (prognoza: 6,0 mln EUR). Znacznie niższy był też wpływ na wynik dodatniej wyceny nieruchomości (13,1 mln EUR, prognoza: 28,5 mln EUR). Zgodnie z informacją upublicznią na konferencji inwestorskiej, 17 mln EUR wyniosła dodatnia wycena gotowych obiektów, zaś 7 mln EUR obiektów w budowie. Z drugiej strony wynik obniżyła ujemna wycena nieruchomości nie wynajętych, przekazanych z aktywów w budowie do gotowych aktywów (obniżenie wyceny o 10 mln EUR, wcześniej budynki wyceniane po koszcie budowy). Przypuszczamy, że chodzi o biurowce w Łodzi i Katowicach. Zarząd oczekuje, że budynki wkrótce zostaną wynajęte, a ujemna wycena z Q2 2010 ulegnie odwróceniu.

Odchylenie na raportowanych przez spółkę parametrach wycen było bardzo niewielkie (spadek średniej stawki czynszu w Polsce za m<sup>2</sup> o 0,1 EUR, spadek średnich yieldów o 0,1%). Słabszy wynik wyceny po I półroczu może oznaczać, że potencjał do dodatniej rewaluacji nieruchomości GTC na koniec roku jest niższy, niż sądziliśmy. Odchylenie na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych jest nieistotne (prognoza: 0,25 mln EUR, jest: 0,5 mln EUR). Ostatecznie, EBIT wyniósł 31 mln EUR, czyli o około 37,5% mniej, niż zakładaliśmy, ale o 3,3% więcej, niż zakładał konsensus prognoz. Prawdopodobnie konsensus prognoz zakładał znacznie niższą rewaluację aktywów.

Pozostałe koszty finansowe okazały się o 6,3 mln EUR (44,6%) wyższe od naszych założeń. Różnica wynika z wyższego o 2,1 mln EUR salda kosztów odsetkowych netto, niższego o 0,8 mln EUR wyniku jednostek stowarzyszonych i pojawienia się ujemnych różnic kursowych nie ujętych w prognozie (3,4 mln EUR). GTC w prezentacji poświęconej wynikom tłumaczy, że na wzrost kosztów finansowych miały m.in. wpływ zdarzenia jednorazowe, związane z reklasyfikacją budynków Topaz i Nefryt jako aktywa do sprzedaży (zdarzenie obciążyło koszty finansowe kwotą 4,1 mln EUR). Znacznie wyższy od naszych założeń okazał się też zapłacony podatek (11,7 mln EUR, efektywna stopa podatkowa: 111%, prognoza: 6,7 mln EUR). Z kwoty tej jedynie około 4 mln EUR to faktyczny, powtarzalny podatek, zaś pozostała część to zdarzenia jednorazowe, w tym wybrane podlegające odwróceniu w kolejnych kwartałach.

Straty mniejszości wyniosły -3,7 mln EUR, w porównaniu do oczekiwanych zysków w wysokości 1,4 mln EUR (oczekiwaliśmy dodatniej kontrybucji projektów czeskich). Podsumowując, wynik netto wyniósł jedynie 2,5 mln EUR, podczas gdy nasza prognoza zakładała 27,3 mln EUR (konsensus: 13,5 mln EUR). Prawdopodobnie źródłem odchylenia od konsensus są wyższe koszty finansowe netto (w tym różnice kursowe) oraz wyższy zaksięgowany podatek. Wyższy zaksięgowany podatek ma charakter zdarzenia jednorazowego.

Z ciekawszych informacji nie związanych z rachunkiem zysków i strat, można wymienić wzrost średniej stopy pustostanów do 16% (z 4%). Wzrost ten w większości wynika z oddania do użytku w niewielkim stopniu wynajętych biurowców w Łodzi i Krakowie. Zarząd podtrzymuje, że nadal większość portfela gotowych nieruchomości jest wynajętych w ponad 90%.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrzeźniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

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, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.