

31 sierpnia 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

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

J.W. Construction

JWCA. WA; JWC.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wynik Q2 2010 zbliżony do naszych oczekiwań

Obecna cena: 16,19 PLN; Cena docelowa: 16,40 PLN

Wyniki J.W. Construction w Q2 2010 są zbliżone do naszych oczekiwań, w efekcie, interpretujemy je neutralnie. Marża brutto ze sprzedaży okazała się nieznacznie niższa od naszych założeń (27,4%, prognoza: 29,1%), różnica nie jest naszym zdaniem istotna. Rozbieżność wynika z gorszego niż oczekiwany wyniku hotelarstwa i TBS. Liczba przekazanych lokali i marża z działalności deweloperskiej jest zbliżona do naszych prognoz. Wyższe od naszych oczekiwań są koszty ogólne działalności (13,7 mln PLN, prognoza: 12,2 mln PLN). Sądzimy, że wyższe koszty to wynik przygotowywania do uruchomienia nowych inwestycji J.W. Pozostałe odchylenia na poziomie EBIT i zysku netto od prognoz związane są z wyższymi niż oczekiwane pozostałymi kosztami operacyjnymi netto i niższymi niż oczekiwane pozostałymi kosztami finansowymi netto. Podsumowując, w Q2 2010 nadal liczba przekazywanych lokali pozostawała umiarkowana. J.W. na koniec Q2 2010 ma do przekazania 3229 lokali w gotowych inwestycjach. Wynik Q2 2010 mógłby być lepszy, gdyby nie opóźnienia w pozyskaniu zgody na przekazanie lokali w inwestycji Lewandów I. Obie części inwestycji Lewandów liczą około 1900 lokali. W Q2 2010 przekazano 355 lokali. Oczekujemy istotnego wzrostu liczby przekazanych lokali w Q3 i Q4 2010 i bardzo dobrych wyników finansowych. Spółka podtrzymuje plan przekazania 2 tys. lokali w 2010 roku (I półrocze 2010: 650, prognoza DI BRE na rok 2010: 2,5 tys.). Wyniki finansowe powstałe w oparciu o rekordowe przekazania lokali są już jednak zdyskontowane, w postaci wysokiego P/BV i wysokich zaliczek od klientów w bilansie spółki. Pozytywną wiadomością jest pozyskanie pozwolenia na budowę inwestycji Zielona Dolina na około 600 lokali. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q2 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	122,9	117,2	4,9%	120,0	2,4%	90,6	35,6%
Zysk brutto	33,7	34,1	-1,2%	-	-	26,8	25,9%
Marża %	27,4%	29,1%	-	-	-	29,5%	-
EBIT	19,9	22,5	-11,7%	22,5	-11,7%	18,6	6,8%
Zysk brutto	17,6	15,7	12,3%	-	-	13,2	33,2%
Zysk netto	14,4	12,7	13,6%	13,4	7,7%	13,9	3,8%

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

Przychody J.W. Construction wyniosły 122,9 mln PLN, tzn. były nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Z tego przychody z działalności deweloperskiej to 111,6 mln PLN (prognoza: 107,1 mln PLN), zaś z działalności pozostałej: 11,3 mln PLN (prognoza: 8,0 mln PLN). Marża brutto ze sprzedaży okazała się niższa od naszych oczekiwań (27,4%, prognoza: 29,1%). Różnica ta to wynik niższego wyniku segmentu hotelarstwa i TBS i prawdopodobnie mniej korzystnej struktury przekazanych lokali. Koszty ogólne wyniosły 13,7 mln PLN (prognoza: 12,2 mln PLN). Wzrost kosztów ogólnych przypisujemy przygotowaniom do uruchomienia nowych inwestycji. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły jedynie 0,1 mln PLN (prognoza: 0,6 mln PLN). Ostatecznie, EBIT okazał się o około 11,7% niższy, od naszych prognoz.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 2,2 mln PLN (prognoza: 6,8 mln PLN). Widzimy dwa wytłumaczenia niższych kosztów finansowych netto. J.W. kapitalizuje koszty projektów w toku na zapasach, zaś koszty finansowe projektów gotowych są rozliczane w rachunku zysków i strat. Prawdopodobnie, na koniec 2010 roku J.W. nie zaklasyfikowało projektów Lewandów 1 i 2 jako ukończonych, w efekcie, odsetki od kredytu na realizację inwestycji były nadal kapitalizowane na zapasach. Drugim alternatywnym wyjaśnieniem jest kwestia podziału kosztów finansowych na kwartały. W wynikach Q1 2010 J.W. wykazało aż 7,1 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto, zaś w całym I półroczu: 9,3 mln PLN. Kwota zaksięgowanych kosztów finansowych w Q1 2010 mogła być zbyt duża – tzn. mogła podlegać korekcie w wynikach I półrocza. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 18,2%. Ostatecznie, wynik netto jest o około 1,7 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań.

Przychody Q2 2010 w segmentach działalności vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P
Działalność deweloperska	111,6	109,2
Działalność pozostała	11,3	8,0

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:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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, 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, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. pełnił 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.