

Sektor nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej (tłumaczenie)

6 maja 2010

Rekomendacje

		Kurs*	Kapitalizacja (mln €)	C/Z* (x)		CP/Skor. NAV* (x)		Wycena	Potencjał wzrostu (%)
				2010P	2011P	2010P	2011P		
GTC	Kupuj (podtrzymana)	22.45	1,253.2	10.8	7.3	1.15	0.89	26.94 PLN	20.0
Echo Investment	Kupuj (podtrzymana)	4.48	478.8	11.7	10.5	1.01	1.00	5.24 PLN	17.0
Orco	Sprzedaj (podtrzymana)	7.15	100.5	46.8	7.4	0.68	0.65	6.11€	-14.5
Sparkassen Immo	Kupuj (podtrzymana)	5.10	347.4	11.9	8.0	0.66	0.65	7.22€	41.5
Impact**	Kupuj (podtrzymana)	0.66	31.9	n.a.	27.2	0.23	0.25	1.11 RON	67.8
VGP	Sprzedaj (podtrzymana)	16.65	309.4	13.2	10.4	1.60	1.60	8.36€	-49.8
Dom Development**	Sprzedaj (obniżona)	61.00	381.2	30.1	17.5	1.92	1.76	46.15 PLN	-24.3
JW Construction**	Trzymaj (obniżona)	16.18	225.2	8.0	17.5	1.70	1.55	16.11 PLN	-0.4
LC Corp**	Kupuj (podtrzymana)	1.50	170.8	22.2	14.6	0.73	0.69	1.89 PLN	25.7
Ronson**	Kupuj (podtrzymana)	1.83	126.8	12.6	18.4	1.24	1.13	2.07 PLN	12.9

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

*Kurs zamknięcia z 4 maja 2010, ** C/WK zamiast C/skor. NAV dla deweloperów mieszkaniowych

Oczekujemy stabilizacji w sektorze nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej w 2010 roku. Spodziewamy się pierwszych oznak kompresji stóp kapitalizacji i wzrostu wolumenu sprzedaży mieszkań na wybranych rynkach, a także osłabienia presji na czynsze wynajmu i ceny nieruchomości. Jednakże uważamy, że pełne ożywienie pojawi nie wcześniej niż w 2011 roku, kiedy lokalne rynki zaczną odzyskiwać równowagę pomiędzy popytem a podażą. Deweloperzy nadal zmagają się z ograniczonym dostępem do finansowania. Dlatego też podtrzymujemy 25% prawdopodobieństwo wystąpienia naszego scenariusza zakładającego zwiększenie liczby planowanych projektów i 75% prawdopodobieństwo wystąpienia skróconego scenariusza. Nadal preferujemy spółki, które są notowane z dużym dyskontem do NAV lub wartości księgowej, takie jak Sparkassen, LC Corp, Impact. Jednakże ostatnie wzrosty kursów spółek deweloperskich skłoniły nas do obniżenia rekomendacji z Trzymaj do Sprzedaj dla Dom Development i z Kupuj do Trzymaj dla JW Construction. Podtrzymujemy rekomendacje Kupuj, które wydaliśmy dla GTC, Echo Investment i Ronsona.

Podsumowanie

- **Wyceny aktywów na ścieżce stabilizacji.** Według CBRE, po wzroście o średnio 130 pb i 60 pb odpowiednio w 2008 i 2009 roku, w IV kw. 2009 i I kw. br. stopy kapitalizacji ustabilizowały się w przypadku nieruchomości w najlepszych lokalizacjach w Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej Europie. Na niektórych rynkach Europy Zachodniej widoczne były symptomy kompresji stóp i oczekujemy rozszerzenia tej tendencji na kraje Europy Centralnej. Nasz podstawowy scenariusz zakłada po korekcie spadek stóp kapitalizacji o 10 pb i 15 pb odpowiednio w 2010 i 2011 roku.
- **Inwestycje wzrosną.** W I kw. br. w Europie Środkowo-Wschodniej wolumen inwestycji wzrósł o 140% r/r, po dobrym II półroczu ub. roku, kiedy wolumen wzrósł czterokrotnie w porównaniu z rekordowo niskim poziomem w I półroczu. Większość transakcji w II poł. 2009 roku dotyczyła aktywów najwyższej jakości, ale w styczniu br. zaobserwowano także wzrost transakcji dotyczących nieruchomości w gorszych lokalizacjach. Naszym zdaniem, dowodzi to konwergencji oczekiwań nabywców i sprzedających, co daje nadzieję na wzrost liczby transakcji w 2010 roku.
- **Poprawa dostępu do finansowania.** Wydaje się, że mimo utrzymujących się trudności dostęp do finansowania w regionie się jednak poprawia, a deweloperzy o ustalonej renomie mają możliwość korzystania z kredytów bankowych. Uważamy, że ta tendencja utrzyma się, ale pełnego ożywienia spodziewamy się dopiero w 2011 roku. Spółki, którym w obecnych trudnych warunkach udaje się zdobyć finansowanie, powinny być w stanie zintensyfikować inwestycje lub przejmować grunt po niskich cenach.

Lucian Albuлесcu, CFA
Cezary Bernatek

+40 21 408 42 19
+48 22 581 08 20

lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro
cezary.bernatек@kbcsecurities.pl

- **Polski rynek mieszkaniowy odzyskuje równowagę.** Na większości rynków mieszkaniowych występuje nadwyżka podaży, która prowadzi do dalszego spadku cen mieszkań. Na polski rynek mieszkaniowy wydaje się jednak powracać równowaga pomiędzy popytem a podażą, ponieważ wielkość oferty mieszkaniowej w 6 największych miastach jest bliska poziomowi rocznej podaży i absorpcji, a wolumen lokali dodanych do oferty był prawie równy wolumenowi sprzedaży w I kw. 2010 roku.
- **Rekomendacje w dół.** Nadal dostrzegamy największy potencjał w spółkach notowanych z dużym dyskontem do NAV lub wartości księgowej, takich jak Sparkassen, Impact oraz LC Corp. Jednakże po ostatnich wzrostach kursów spółek deweloperskich obniżyliśmy rekomendacje dla Dom Development (z Trzymaj do Sprzedaj) i dla JW Construction (z Kupuj do Trzymaj). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, które wydaliśmy dla GTC, Echo Investment i Ronsona i rekomendację Sprzedaj dla Orco i VGP.

Podsumowanie wycen

Podwyższyliśmy wyceny dla większości spółek deweloperskich, które pokrywamy. Wprowadzone zmiany odzwierciedlają nasze skorygowane założenia dotyczące stóp kapitalizacji (-10 pb/-15 pb/-50 pb w 2010/2011/2012 roku), a także przyjęcie jako podstawy do wyceny stóp założonych na 2012 rok. Ponadto uwzględniliśmy w wycenie projekty, których ukończenie jest planowane w 2014 roku, a także projekty, których realizację właśnie zapowiedziano. Jednakże do niektórych spółek podchodzimy ostrożnie po ostatnich wzrostach kursów. Obniżyliśmy rekomendację dla Dom Development z Trzymaj do Sprzedaj i dla JW Construction z Kupuj do Trzymaj.

Deweloperzy o profilu mieszanym: preferujemy spółki w dobrej kondycji finansowej, ponieważ właśnie im powinno udać się czerpać korzyści ze sprzyjającej sytuacji na rynku i rozpocząć nowe projekty wykorzystując niskie koszty budowlane lub przejąć aktywa, których wartość spadła. Dlatego też za spółkę o najlepszej pozycji w sektorze uznajemy GTC (podtrzymane Kupuj), notowane z uzasadnioną premią w stosunku do swoich konkurentów. Notowana niemal na poziomie NAV Echo Investment (podtrzymane Kupuj) zasługuje na premię, naszym zdaniem, ze względu na koncentrację działalności na polskim rynku nieruchomości, który wyszedł z kryzysu w lepszym stanie niż inne rynki krajów wschodzących i prawdopodobnie jako pierwszy odzyska równowagę między popytem a podażą. Ponadto Echo ma przejrzysty plan projektów i charakteryzuje się konserwatywnym podejściem do wyceny nieruchomości. Sparkassen (podtrzymane Kupuj) pozostaje w tyle za wspomnianymi spółkami pod względem nowych inwestycji, ale jest notowana z dyskontem do NAV. Orco (podtrzymane Sprzedaj) także jest notowane z dyskontem, ale naszym zdaniem, jest ono uzasadnione zważywszy na profil wysokiego ryzyka w przypadku tej spółki.

Deweloperzy mieszkaniowi: nadal preferujemy spółki, które oferują mniejsze i tańsze lokale (JW Construction, Dom Development). Uważamy, że obie spółki powinny być notowane z premią do wartości księgowej. Jednakże po ostatnich wzrostach, sądzimy, że obecna premia dla Dom Development jest o wiele za wysoka (rekomendacja obniżona do Sprzedaj), a premia dla JWC tylko trochę przesadzona (rekomendacja obniżona do Trzymaj). Ronson (podtrzymane Kupuj) także jest notowany z premią do wartości księgowej. Jednakże uważamy, że ta spółka zasługuje na jeszcze wyższą premię z uwagi na i) zagwarantowane finansowanie dla projektów, które planuje rozpocząć w br., ii) obiecujące perspektywy zysków, oraz iii) ograniczone zapotrzebowanie na dodatkowy bank gruntów. Biorąc pod uwagę skalę dyskonta rekomendujemy kupno walorów Impactu (podtrzymane Kupuj) i LC Corp (podtrzymane Kupuj), mimo że te spółki borykają się z dużymi opóźnieniami przy realizacji projektów i ich wycena jest bardziej zależna od planowanych inwestycji.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DYWIDENDA NA AKCJĘ = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
C/Z = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
C/WK = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DYWIDENDA NA AKCJĘ/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki GTC wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
GTC	19.0	14.8	Kupuj	01 kwietnia 2009
GTC	23.3	22.1	Trzymaj	10 czerwca 2009
GTC	25.7	23.8	Trzymaj	23 września 2009
GTC	24.5	22.0	Kupuj	24 lutego 2010
GTC	26.9	24.5	Kupuj	6 maja 2010

Rekomendacje dla spółki Echo Investment wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Echo Investment	3.56	2.98	Kupuj	24 lipca 2009
Echo Investment	4.52	4.92	Trzymaj	23 września 2009
Echo Investment	4.74	4.05	Kupuj	24 lutego 2010
Echo Investment	5.24	4.50	Kupuj	6 maja 2010

Rekomendacje dla spółki Dom Development wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Dom Development	22.6	21.9	Trzymaj	01 kwietnia 2009
Dom Development	29.2	37.9	Sprzedaj	10 czerwca 2009
Dom Development	38.0	46.0	Sprzedaj	23 września 2009
Dom Development	42.5	44.0	Trzymaj	24 lutego 2010
Dom Development	46.2	61.0	Sprzedaj	6 maja 2010

Rekomendacje dla spółki JW Construction wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
JW Construction	8.14	6.05	Kupuj	01 kwietnia 2009
JW Construction	10.9	11.7	Trzymaj	10 czerwca 2009
JW Construction	14.1	11.6	Kupuj	23 września 2009
JW Construction	14.5	12.1	Kupuj	24 lutego 2010
JW Construction	16.1	16.2	Trzymaj	6 maja 2010

Rekomendacje dla spółki LCC Corp wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
LC Corp	1.28	0.69	Kupuj	01 kwietnia 2009
LC Corp	1.66	1.44	Kupuj	10 czerwca 2009
LC Corp	1.94	1.59	Kupuj	23 września 2009
LC Corp	1.84	1.47	Kupuj	24 lutego 2010
LC Corp	1.88	1.50	Kupuj	6 maja 2010

Rekomendacje dla spółki Ronson wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Ronson	1.25	0.80	Kupuj	01 kwietnia 2009
Ronson	1.32	1.04	Kupuj	10 czerwca 2009
Ronson	1.69	1.65	Trzymaj	23 września 2009
Ronson	1.77	1.55	Kupuj	24 lutego 2010
Ronson	2.06	1.83	Kupuj	6 maja 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacji inwestycyjnych :

21 KUPUJ	48%
16 TRZYMAJ	36%
7 SPRZEDAJ	16%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>micHAL.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernatек@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright © 2010 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55