

Sektor nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej (tłumaczenie)

24 lutego 2010

Rekomendacje

		Kurs*	Kapitalizacja*	C/Z* (x)		P/ skor. NAV*		Wycena	Potencjał wzrostu
			(mln €)	2010P	2011P	2010P	2011P		(%)
GTC	Kupuj (podwyższona)	21.29	1,167.6	11.0	6.0	1.16	1.01	24.52 PLN	15.2
Echo Investment	Kupuj (podwyższona)	4.01	421.1	11.1	12.2	0.97	0.98	4.74 PLN	18.1
Orco	Sprzedaj (podtrzymana)	7.51	82.2	n.a.	4.8	0.54	0.52	6.33€	-15.7
Sparkassen Immo	Kupuj (podtrzymana)	4.67	318.1	21.5	11.3	0.67	0.65	6.61€	41.6
Impact**	Kupuj (podtrzymana)	0.83	38.7	n.a.	34.0	0.29	0.31	1.14 RON	38.3
VGP	Sprzedaj (podtrzymana)	16.45	305.7	104.5	12.2	1.80	1.80	7.17€	-56.4
Dom Development**	Trzymaj (podwyższona)	45.99	282.4	17.1	14.7	1.42	1.31	42.51 PLN	-7.6
JW Construction**	Kupuj (podtrzymana)	12.10	165.5	5.3	12.9	1.23	1.12	14.47 PLN	19.6
LC Corp**	Kupuj (podtrzymana)	1.51	169.0	22.5	16.2	0.71	0.68	1.84 PLN	22.2
Ronson**	Kupuj (podwyższona)	1.57	106.9	10.7	14.0	1.08	0.98	1.77 PLN	12.6

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

*Kurs zamknięcia z 22 lutego 2010, ** C/WK zamiast C/skor. NAV dla deweloperów mieszkaniowych

Oczekujemy stabilizacji w sektorze nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej w 2010 roku; presja na czynsze wynajmu i ceny nieruchomości powinna się zmniejszyć, a aktywność inwestycyjna zintensyfikować. Ponadto spodziewamy się pierwszych oznak kompresji stóp kapitalizacji i wzrostu wolumenu sprzedaży mieszkań na wybranych rynkach. Jednakże uważamy, że pełne ożywienie pojawi nie wcześniej niż w 2011 roku, kiedy na lokalne rynki zacznie powracać równowaga pomiędzy popytem a podażą. Dlatego też podtrzymujemy 75% prawdopodobieństwo wystąpienia naszego scenariusza zakładającego zwiększenie liczby planowanych projektów i 25% 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 spadki kursów spółek deweloperskich skłoniły nas do podwyższenia rekomendacji z Trzymaj do Kupuj dla GTC, Echo Investment i Ronsona. Podtrzymujemy rekomendację Sprzedaj, które wydaliśmy dla Orco i VGP.

Podsumowanie

- **Stabilizacja wycen aktywów.** Po wzroście o średnio 130 pb i 60 pb odpowiednio w 2008 roku i w ciągu 9 miesięcy ub. roku, według CBRE, w przypadku nieruchomości w najlepszych lokalizacjach w Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej Europie stopy kapitalizacji w IV kw. 2009 roku ustabilizowały się. Na niektórych rynkach Europy Zachodniej widoczne były symptomy kompresji stóp i oczekujemy rozszerzenia tej tendencji na kraje Europy Centralnej. Nasz podstawowy scenariusz zakłada stabilizację stóp kapitalizacji w br. i ich spadek o 10 pb w 2011 roku.
- **Więcej inwestycji w 2010.** W II poł. 2009 roku wolumen inwestycji wzrósł czterokrotnie w porównaniu z rekordowo niskim poziomem w I półroczu (500 mln EUR). Większość transakcji dotyczyła aktywów najwyższej jakości. W styczniu br. zaobserwowano także więcej transakcji dotyczących słabszych lokalizacji. Naszym zdaniem, dowodzi to konwergencji oczekiwań nabywców i sprzedających, co daje nadzieję na wzrost liczby transakcji w 2010 roku.
- **Łatwiejszy dostęp do finansowania.** Wydaje się, że dostęp do finansowania się poprawia. W 2009 roku banki udzielały kredytów deweloperom o ustalonej renomie. Nabywcom także łatwiej jest pozyskać kredyty hipoteczne, ale pełnego ożywienia spodziewamy się dopiero w 2011 roku. Spółki, którym w obecnych trudnych warunkach udaje się zdobyć finansowanie, powinny korzystać z sytuacji na rynku i przeprowadzać przejęcia po niskich cenach.

Lucian Albuлесcu, CFA

+40 21 408 42 19

lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro

Cezary Bernatek

+48 22 581 08 20

cezary.bernatек@kbcsecurities.pl

- **Silny rynek mieszkaniowy w Polsce.** Na większości rynków w nadchodzących kwartałach ograniczony dostęp do kredytów hipotecznych i nadwyżka podaży powinna doprowadzić do dalszego spadku cen mieszkań, zanim nadejdzie oczekiwana stabilizacja. Wśród krajów wschodzących polski rynek mieszkaniowy wydaje się być w najlepszej kondycji, o czym świadczy rosnący wolumen sprzedaży i pierwsze oznaki wzrostu cen.
- **Rekomendacje.** Nadal preferujemy spółki, które są notowane z dużym dyskontem do NAV lub wartości księgowej, takie jak Sparkassen, Impact oraz LC Corp. Jednakże po ostatnich spadkach kursów spółek deweloperskich podwyższyliśmy rekomendacje dla GTC, Echo Investment i Ronsona z Trzymaj do Kupuj, gdyż ich wyceny stały się znowu atrakcyjne. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla JW Construction, odzwierciedlającą stosunkowo dużą odporność zysków spółki na wpływ spowolnienia gospodarczego.

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	27.5	26.6	Trzymaj	04 września 2008
GTC	27.6	19.67	Kupuj	10 października 2008
GTC	24.3	17.4	Kupuj	12 grudnia 2008
GTC	24.5	11.8	Kupuj	5 lutego 2009
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

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

Rekomendacje dla spółki Dom Development wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Dom Development	32.1	30.0	Trzymaj	10 października 2008
Dom Development	24.7	20.2	Kupuj	12 grudnia 2008
Dom Development	24.9	24.4	Trzymaj	03 lutego 2009
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

Rekomendacje dla spółki JW Construction wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
JW Construction	14.3	13.2	Trzymaj	10 października 2008
JW Construction	8.49	4.69	Kupuj	12 grudnia 2008
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

Rekomendacje dla spółki LCC Corp wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
LC Corp	2.07	1.38	Kupuj	10 października 2008
LC Corp	1.60	0.69	Kupuj	12 grudnia 2008
LC Corp	1.34	0.58	Kupuj	13 lutego 2009
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

Rekomendacje dla spółki Ronson wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Ronson	1.84	1.54	Kupuj	10 października 2008
Ronson	1.31	0.51	Kupuj	12 grudnia 2008
Ronson	1.25	0.78	Kupuj	29 stycznia 2009
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

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%
14 Trzymaj	32%
9 Sprzedaj	20%

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>

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska +48 22 581 07 99 *urszula.kowalska@kbcsecurities.pl*

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, warrandy 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