

10 listopada 2010

Raport analityczny

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	0,45 PLN
Cena docelowa	0,55 PLN
Kapitalizacja	0,24 mld PLN
Free float	0,17 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,4 mln PLN

Struktura akcjonariatu

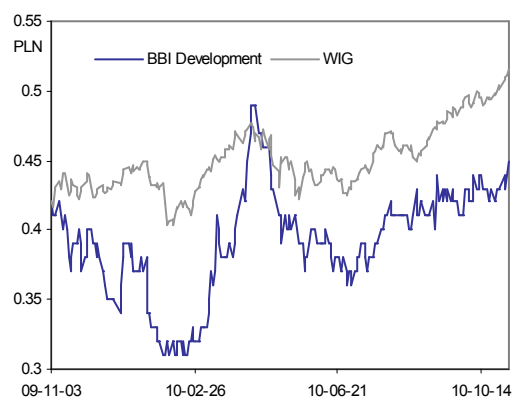
BB Investment S.A.	19,23%
Pioneer Pekao IM	10,03%
Pozostali	70,74%

Profil spółki

BBI Development prowadzi działalność deweloperską w segmencie komercyjnym i mieszkaniowym. Obecnie, ze względu na rozpoczęcie inwestycji Plac Unii oraz plany uruchomienia na szerszą skalę inwestycji Koneser, wiodący udział ma segment komercyjny. Na tle konkurencji BBI Development wyróżnia koncentracja na unikalnych lokalizacjach, oferujących ponadprzeciętne stopy zwrotu dla dewelopera.

Ważne daty

15.11 - raport Q3 2010

Kurs akcji BBI na tle WIG**Maciej Stokłosa**

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

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

BBI Development Kupuj

NFIWI.WA, BBD PW

(Nowa)

Dobra ekspozycja na poprawę koniunktury

BBI Development specjalizuje się w inwestowaniu w nietypowych, bardzo dobrych lokalizacjach. W okresie dobrej koniunktury na rynku nieruchomości różnice w cenach między nieruchomościami w najlepszych lokalizacjach a nieruchomościami w słabych lokalizacjach ulegają rozszerzeniu. W przypadku słabej koniunktury rynkowej, różnice te się zawężają, choć jednocześnie na atrakcyjny produkt nabywca zawsze się znajdzie. W efekcie, w przypadku możliwego powrotu bardzo dobrej koniunktury na rynku, potencjał do wzrostu kursu BBI może być większy, niż innych deweloperów, oferujących na przykład tanie, popularne mieszkania. W porównaniu do wcześniejszego komentarza specjalnego zdecydowaliśmy się na wnikliwą analizę średnioterminowej perspektywy BBI Development. Wycena uwzględnia scenariusz umiarkowany (utrzymanie obecnej sytuacji w segmencie mieszkaniowym i handlowym, lekka poprawa w segmencie biurowym). Akcje BBI Development wyceniamy na 0,55 PLN na akcję (+22,5% w porównaniu do ceny rynkowej). Nasza wycena uwzględnia perspektywę krótko i średnio terminowych inwestycji deweloperskich BBI Development. Spojrzenie na dłuższy horyzont czasowy mogłoby wygenerować wyższą wycenę spółki, niestety, trudno oczekiwać, aby rynek dyskontował obecnie dłuższy horyzont inwestycyjny, niż rok 2013. Z drugiej strony, nasze oczekiwania dotyczące bardzo dobrych wyników spółki po 2013 roku pozwalają sądzić, że BBI w dłuższym terminie również będzie kreować wartość dla akcjonariuszy. Rekomendujemy kupno walorów BBI Development.

Specjaliści od trudnych projektów

BBI Development posiada doświadczenie w realizacji projektów w nietypowych lokalizacjach, w tym we współpracy ze środowiskiem spółdzielców. Inwestycje w najlepszych lokalizacjach cechują się wysoką rentownością, często jednak dużym problemem jest uruchomienie takiej inwestycji. BBI posiada doświadczenie w prowadzeniu projektów w sytuacjach, gdy występują różne konflikty interesów. Przykładem jest inwestycja na Placu Unii, czy Rezydencja Foksal.

„Wielka kumulacja” w roku 2013

Do końca 2012 roku BBI uda się ukończyć jedynie 7,1 tys. m2 powierzchni użytkowej w ramach przewidywanej na 65,9 tys. m2 inwestycji Koneser. Pod koniec 2012 rozpoczną się realizacje etapów inwestycji Koneser, liczące 24,6 tys. m2 powierzchni użytkowej. Dodatkich wycen tych etapów spodziewamy się w 2013 roku. W 2013 roku zostanie rozpoznana też część wyceny inwestycji Sezam, a także wyniki z realizacji mieszkaniowych etapów inwestycji Koneser (6,7 tys. m2). W 2013 roku pojawią się też wyniki z najmu powierzchni w budynku Plac Unii. Szacujemy, że wynik netto w 2013 roku może wynieść około 86,1 mln PLN.

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	1,0	82,0	80,4	148,4	192,5
EBITDA	-7,9	27,2	38,8	44,7	123,1
marża EBITDA	-	33,2%	48,3%	30,2%	63,9%
EBIT	-7,9	26,7	38,3	44,2	122,5
Zysk netto	-9,1	22,3	23,3	31,4	86,1
P/E	-	10,8	10,3	7,6	2,8
P/CE	-5,4	4,1	-3,5	-2,7	-3,6
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	-49,4	13,2	11,5	12,6	5,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Prognoza wyników Q3 2010

W Q3 2010 BBI Development nie uda się wypracować dodatniego wyniku netto. Związane jest to z ujemną wyceną inwestycji Plac Unii (-2 mln PLN, efekt spadku kursu EUR/PLN) oraz brakiem wyniku z przekazania mieszkań w ukończonym już projekcie Dom na Dolnej. Zakładamy, że działalność usługowa BBI przyniesie 0,55 mln PLN przychodów, zaś koszty ogólne działalności będą na poziomie średnim z ubiegłych kwartałów (Q3: 2,5 mln PLN, Q2: 2,8 mln PLN, Q1: 1,9 mln PLN). Zakładamy 0,2 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 0,24 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto (koszty odsetek kapitalizowane są w zapasach). Oczekujemy efektywnej stopy podatkowej na poziomie 19%.

W Q4 2010 BBI Development uda się już wypracować dodatni wynik netto w wysokości 4,9 mln PLN. Wpływ na to ma głównie rozpoznanie oddania mieszkań w ramach ukończonej inwestycji Dom na Dolnej. W projekcie powstało 48 mieszkań z czego 47 zostało już sprzedane. BBI otrzymał pozwolenie na użytkowanie na przełomie Q3 i Q4 2010. Wynik na wycenie nieruchomości wyniesie zgodnie z prognozą +0,2 mln PLN. Prognoza uwzględnia spadek kursu EUR/PLN do poziomu 3,9 na koniec 2010 roku. Nie zakładamy wycen innych nieruchomości inwestycyjnych, w tym realizowanego kwartału A inwestycji Koneser. Koszty ogólne zakładamy na poziomie Q3 2010 (2,5 mln PLN), podobnie jak pozostałe koszty operacyjne netto (0,2 mln PLN), pozostałe koszty finansowe netto (0,2 mln PLN) i efektywną stopę podatkową (19%).

Prognoza wyników Q3 2010 i Q4 2010 (w porównaniu do roku ubiegłego)

(mln PLN)	Q3'10P	Q3'09	Zmiana	Q4'10P	Q4'09	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	-1,4	0,3	-1,7	35,9	0,4	35,5
w tym działalność operacyjna	0,6	0,3	0,3	35,7	0,4	35,3
w tym wycena nieruchomości	-2,0	0,0	-2,0	0,2	0,0	0,2
Koszty operacyjne	2,5	1,4	1,1	29,4	2,5	26,9
w tym koszty ogólne	2,5	1,4	1,1	2,5	2,5	0,0
w tym koszty sprzedanych mieszkań	0,0	0,0	0,0	26,9	0,0	26,9
EBIT	-4,1	-0,8	-3,3	6,3	-3,6	9,9
Zysk brutto przed opodatkowaniem	-3,9	-0,8	-3,0	6,5	-3,6	10,2
Zysk netto	-3,1	-1,0	-2,1	4,9	-4,6	9,5

Źródło: DI BRE Banku S.A., BBI Development

Historia BBI Development i Juvenes

BBI Development został utworzony pod nazwą Dwunastego NFI w roku 1994. Firma powstała w formie jednoosobowej spółki akcyjnej Skarbu Państwa. Od 1997 roku fundusz był notowany na GPW. W 2005 roku pakiet akcji Spółki objął BB Investment sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu, co zaowocowało zwrotem w strategii rozwoju podmiotu w kierunku działalności deweloperskiej. W maju 2010 roku miało miejsce połączenie BBI Development i firmy Juvenes. Firma Juvenes do tej pory zajmowała się m.in. obsługą inwestycji BBI Development.

Spółka Juvenes z kolei została założona w 1995 roku i zajmowała się kompleksową obsługą inwestycji budowlanych i działalności deweloperskiej. Projekty, poza nielicznymi wyjątkami, prowadzone były na terenie Warszawy, ze szczególnym naciskiem na prawobrzeżną Wisłę. Do najważniejszych z nich zaliczyć możemy Rezydencję Canaletto na Pradze Północ (8240 PUM), Rezydencję Juvenes (8151 PUM), Budynek Banku Millennium (6238 m2 powierzchni użytkowej), Natolin 2000 (16 420 PUM), Rezydencję Symfonia (4183 PUM), Symfonię - budynek biurowy (3200 m2 powierzchni użytkowej), Rezydencję Jaśminowa (2200 PUM), Bell - fabrykę kosmetyków (3590 m2 powierzchni użytkowej). Jednym z najważniejszych z naszego punktu widzenia atutem obu połączonych Spółek jest doświadczenie na stołecznym rynku deweloperskim oraz umiejętność zdobywania bardzo intratnych działek pod budowę w rozsądnych cenach.

Projekty deweloperskie BBI Development

Podsumowanie projektów BBI Development

Obecnie spółka skupia się na realizacji projektów budowlanych zlokalizowanych w atrakcyjnych lokalizacjach, które w przypadku poprawy koniunktury na rynku mogą być wyjątkowo rentowne dla dewelopera. Z jednej strony inwestycje BBI to zlokalizowane w centrum Warszawy budynki komercyjne (Plac Unii, Sezam), z drugiej apartamenty o wysokim standardzie. Popyt na powierzchnię handlową jest ściśle powiązany z lokalizacją i w przypadku inwestycji Plac Unii może on być bardzo duży. Popyt na powierzchnię biurową w centrum miasta jest ściśle powiązany z podażą i sytuacją rynkową. Podaż nowej powierzchni w centrum miasta jest ograniczona do raptem kilku inwestycji (Zebra Tower, Wolf Marszałkowska, Ufficio Primo). Popyt na centralne lokalizacje również jest stosunkowo ograniczony, z uwagi na presję wśród przedsiębiorstw do poszukiwania oszczędności. Popyt na luksusowe apartamenty i apartamenty o podwyższonym standardzie jest ograniczony do grona najlepiej zarabiających Polaków. Z drugiej strony, z uwagi na zamożność grupy docelowej, jest on w dużej mierze niezależny od kształtowania się bieżącej koniunktury rynkowej. Istotna jest też kwestia podaży lokali wyróżniających się tak pod względem jakości, jak i lokalizacji lokali, a ta w Warszawie nie jest duża.

Projekty deweloperskie BBI Development

Nazwa	Udział w zysku *	Miasto	Lokalizacja (ulica)	m ² pow./PUM	Poniesione nakłady (mln PLN)**	Poniesione nakłady / m ²	Stan inwestycji ***
Rezydencja Foksal	27,5%	Warszawa	Kopernika	7 800	32,4	4 154	W budowie
Kino Wars	100%	Warszawa	Rynek Nowego Miasta	2 360	5,5	2 331	Wymiana gruntów
Dom na Dolnej	95%	Warszawa	Dolna	4 046	20,8	5 141	Ukończona
Plac Unii	40,5%	Warszawa	Puławska	56 165	46,1	821	Rozpoczęta budowa
Koneser	85%	Warszawa	Ząbkowska	65 860	81,6	1 239	Rozpoczęta budowa 1 etapu
Marina Kiekrz	100%	Poznań	Nad Jeziorem (Kiekrz)	5 652	15,1	2 672	Planowana
Małe Błonia	65%	Szczecin	Łączna - Wkrzańska	96 584	77,1	798	Rozpoczęta budowa

Źródło: DI BRE Banku S.A.; Memorandum Informacyjne—Program Emisji Obligacji; * szacunki DI BRE; ** stan na styczeń 2010; *** stan bieżący

Udziały mniejszości w projektach BBI Development

Udziały mniejszości w projektach BBI Development występują na dwóch poziomach: udziałów w spółkach celowych i statutu spółek celowych. Kwestia udziałów w spółkach celowych jest stosunkowo nieskomplikowana. 62% udziałów inwestycji Rezydencja Foksal posiadają osoby prywatne. 35% udziałów w inwestycji Małe Błonia w Szczecinie posiada lokalny deweloper Amber. 60% udziałów w spółce celowej powołanej do realizacji projektu Plac Unii będzie docelowo posiadał Liebrecht & Wood.

Kwestia udziałów w zysku na poziomie statutów spółek celowych jest stosunkowo bardziej skomplikowana. „Stare” projekty BBI, czyli Rezydencja Foksal, Dom na Dolnej, Plac Unii i Koneser znajdują się w celowych spółkach komandytowo-akcyjnych. W statutach tych spółek, zgodnie z ustaleniami pochodzącymi jeszcze z okresu poprzedzającego połączenie BBI z Juvenes, zapisano udział wspólników Juvenesu – będących obecnie członkami zarządu BBI Development – w zysku wspomnianych spółek.

Można traktować to jako rodzaj premii motywacyjnej lub jako element wynagrodzenia uzależniony od wyników spółek celowych. Premia ta wyliczana jest na zasadzie udziału w stopie zwrotu BBI z inwestycji. Premia uzależniona jest od wysokości wygenerowanej marży i momentu realizacji projektu. Przykładowo, w przypadku dużych opóźnień w realizacji inwestycji i niskich marż, wspomniani wyżej członkowie zarządu mogą premii nie otrzymać. Wielkość udziału mniejszości na poziomie statutów spółek szacujemy w oparciu o bieżący program inwestycyjny BBI i oczekiwane marże możliwe do zrealizowania na inwestycjach.

W szacunkach udziału w zyskach spółek celowych uwzględniamy również premię inwestycyjną, na którą naszym zdaniem BBI może liczyć w przypadku inwestycji Plac Unii. Premia oparta jest na umowie podpisanej z drugim inwestorem przedsięwzięcia, spółką Liebrecht & Wood. Wielkość premii bazuje na naszych szacunkach i uwzględnia wkład BBI w zarządzanie projektem oraz świadczone przez spółkę usługi.

Udziały BBI Development w projektach deweloperskich

Nazwa	Udział BBI w spółce celowej	Premia inwestycyjna *	Łączny udział BBI w spółce celowej	Udział w zysku BBI na poziomie statutu spółki *	Sumaryczny udział BBI w zysku inwestycji
Rezydencja Foksal	38%		38%	75%	28,4%
Kino Wars	100%		100%	100%	100,0%
Dom na Dolnej	100%		100%	95%	95,0%
Plac Unii	40%	10%	50%	81%	40,5%
Koneser	100%		100%	85%	85,0%
Marina Kiekrz	100%		100%	100%	100,0%
Małe Błonia	65%		65%	100%	65,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., BBI Development; * szacunki i założenia DI BRE Banku S.A.

Rezydencja Foksal

BBI Development realizuje dwa projekty mieszkaniowe na terenie Warszawy - Rezydencję Foksal i Dom na Dolnej. Rezydencja Foksal ma charakter luksusowy, przez co trudno o bezpośrednie porównania do innych inwestycji deweloperskich w Warszawie. W rezydencji znajduje się salon Spa, basen, jacuzzi oraz sala do squash-a. W projekcie zakłada się zagospodarowanie pomieszczeń piwnicznych na pomieszczenia do starzenia wina z salą do degustacji. Mieszkania w inwestycji Rezydencja Foksal charakteryzują się ponadprzeciętną powierzchnią. Średnie ceny sprzedaży lokali można ostrożnie szacować na 20 tys. PLN/m². Wysoka cena to wynik bardzo wysokiego standardu, braku bezpośredniej konkurencji i kameralnego charakteru inwestycji (jedynie 40 lokali, z czego 30 to lokale mieszkalne, 4 – biurowe, zaś 6 – użytkowe). Z 30 lokali mieszkalnych w budynku, przedsprzedano już 10, zaś kolejne 5 jest zarezerwowanych. Sprzedano też 1 z 4 dostępnych lokali biurowych. Ze względu na spore zainteresowanie i brak konkurencji spółka zrezygnowała z przyznawania upustów. Budowa jest obecnie na etapie stanu surowego. Inwestycja będzie ukończona w połowie 2011 roku. Sprzedaż mieszkań w inwestycji powinna przynieść około 21 mln PLN przepływów pieniężnych dla BBI (już po spłacie zobowiązań spółki celowej, w tym kredytu inwestycyjnego).

Dom na Dolnej

BBI Development na przełomie Q2 i Q3 2010 zakończyła realizację projektu Dom na Dolnej na Mokotowie. Inwestycja ma charakter apartamentowy. Projekt jest niewielki (jedynie 4 046 m²). Średnią cenę sprzedaży lokali zakładamy na poziomie 9,2 tys. PLN/m². Obecnie 47 z 48 dostępnych w projekcie mieszkań została już sprzedana, a ostatnie mieszkanie jest zarezerwowane. Inwestycja BBI Development była sprzedawana w okresie słabej koniunktury rynkowej (w dużej mierze rok 2009), pomimo tego, cena sprzedaży lokali jest wysoka. Inwestycja Dom na Dolnej będzie pozytywnie wpływać na wyniki BBI Development w Q4 2010, zaś inwestycja Rezydencja Foksal w II półroczu roku 2011. Inwestycja wygeneruje około 12 mln PLN dodatknych przepływów pieniężnych netto, po spłacie zobowiązań spółki celowej.

Plac Unii

W I połowie 2010 roku BBI Development podpisało umowę z deweloperską spółką Liebrecht & Wood na wspólną realizację projektu Plac Unii w Warszawie. W ramach umowy inwestycyjnej, Liebrecht & Wood docelowo obejmuje 60% udziału w inwestycji, w zamian zapewniając kapitał własny niezbędny do uruchomienia kredytu finansującego inwestycję. Dodatkowo, realizacja premii inwestycyjnej powinna pozwolić BBI na uzyskanie udziału w zysku na poziomie 50% (w zależności od wyniku finansowego projektu, szacunki DI BRE).

Banki zgłaszają chęć finansowania przedsięwzięcia, BBI i Liebrecht & Wood rozpoczęli już pierwsze rozmowy z zainteresowanymi instytucjami finansowymi. Do Q3 2011 przedsięwzięcie ma zapewnione finansowanie z kapitału własnego. Inwestorzy planują zawarcie umowy z bankiem finansującym w pierwszej połowie 2011 roku. Korzystny dla projektu powinien być oczekiwany w tym czasie spadek marż kredytów inwestycyjnych.

Całkowita powierzchnia inwestycji to 56,2 tys. m². W zamian za grunt spółka celowa realizująca projekt zobowiązała się do przekazania Spółdzielni 5 tys. m² powierzchni obiektu bądź ekwiwalentu w formie gotówki (spółka może wybrać bardziej korzystną opcję). Na 56,2 tys. m² składa się 41,0 tys. m² powierzchni biurowej, 15,2 tys. m² powierzchni handlowej i 530 miejsc postojowych. Obiekt ma zostać wybudowany w 2013 roku, a sprzedany 2 lata później. Prace budowlane rozpoczęły się w Q3 2010. Cały projekt będzie realizowany jednocześnie (brak podziału na etapy), całkowity koszt wykonania obiektu sięgać będzie 546

mIn PLN (łącznie z rozliczeniem ze Spółdzielnią Supersam). BBI Development i Liebrecht & Wood nie spieszą się z najmem powierzchni handlowej i biurowej, licząc na możliwy wzrost czynszów. Obecnie negocjowane są umowy najmu z mniejszymi najemcami powierzchni handlowej, przy stawkach przekraczających założone w budżecie BBI poziomy. W ciągu 2-3 miesięcy powinny być zawarte pierwsze umowy z największymi najemcami części handlowej. Do połowy 2011 roku współczynnik wynajęcia powierzchni sięgnie 75%.

Do wyceny wartości projektu przyjmujemy następujące parametry wyceny: yield na koniec 2012 roku = 6,8%, czynsz części biurowej: 20 EUR/m² (ceny wywoławcze Fokus Park 24 EUR/m², Zebra Tower 22-28 EUR/m²), czynsz części handlowej to 27 EUR/m². Faktyczne czynsze w zawartych umowach przeważnie są niższe, niż podawane przez deweloperów czynsze ofertowe. Przychód z najmu miejsc parkingowych (530) szacujemy na poziomie 100 EUR/miesiąc. Przyjęte parametry są konserwatywne i generują wartość gotowego obiektu na poziomie 882,7 mln PLN.

Inwestycja charakteryzuje się dużą ekspozycją na poprawę koniunktury. W przypadku ponownego wzrostu czynszów w centrum Warszawy, parametry wyceny obiektu mogłyby być wyższe.

BBI Development już na koniec I półrocza 2010 roku rozpoznało dużą dodatnią wycenę inwestycji Plac Unii (46,7 mln PLN). Wcześniej, inwestycja była zaksięgowana w bilansie w inny sposób. W zapasach znajdowała się kwota 129,6 mln PLN, będąca wyceną prawa użytkowania wieczystego i kosztem poniesionych nakładów. W pasywach znajdowało się zobowiązanie z tytułu zobowiązań wobec Spółdzielni z tytułu wydania części powierzchni (50,0 mln PLN). Obecnie, inwestycja została wyceniona na podstawie modelu DCF, w którym ujęte zostało m.in. zobowiązanie wobec Spółdzielni. Wycena inwestycji w nieruchomościach inwestycyjnych to na koniec H1 2010 126,2 mln PLN.

Wycena DCF obiektu została przeprowadzona przy wykorzystaniu stosunkowo wysokiej, konserwatywnej stopy procentowej (ok. 10,6%). Zastosowana polityka wyceny nieruchomości jest stosunkowo agresywna (większość potencjalnego zysku rozpoznane przed rozpoczęciem budowy, czy wynajęciem powierzchni). Szacunki dotyczące wyceny nieruchomości mogą ulec zmianie, w przypadku wyższego niż zakładany poziomu czynszów za powierzchnię biurową i handlową w obiekcie.

Wycena powierzchni komercyjnej w ramach inwestycji Plac Unii

Część	m ² powierzchni / ilość	Koszt najmu EUR/m ² / m/c	NOI (mln EUR)	Exit yield	EUR/PLN	Wycena powierzchni mln PLN	Wycena powierzchni / m ² 2012
Biurowa	40 984	20	9,8	6,8%	3,9	564,1	13,8
Handlowa	15 181	27	4,9	6,8%	3,9	282,1	18,6
Miejsca parkingowe	530	100	0,6	6,8%	3,9	36,5	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Ekspozycja wyceny Placu Unii na stawki czynszu najmu biur w Warszawie

Scenariusz	Powierzchnia biurowa	Koszt najmu EUR/m ² / m/c	Wycena powierzchni biurowej (mln PLN)	Udział BBI	Różnica w stosunku do scenariusza 1. (mln PLN)
1. Bazowy	40 984	20	564,1	40,5%	0,0
2. Optymistyczny	40 984	24	677,0	40,5%	45,7
3. Powrotu szczytowej koniunktury	40 984	27	761,6	40,5%	80,0
4. Pesymistyczny	40 984	17	479,5	40,5%	-34,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Koneser

Projekt Koneser został nabyty w 2007 roku, tzn. w okresie szczytowej koniunktury na rynku deweloperskim. Ze względu na duże ryzyko administracyjne związane z inwestycją (konserwator zabytków), innych chętnych na nieruchomość nie było. W efekcie, teren Fabryki został nabyty za rozsądną kwotę - nakłady poniesione do końca stycznia 2010 to 1239 PLN / PUM. Decyzja o prawomocnych warunkach zabudowy została wydana stosunkowo szybko. Łączna planowana powierzchnia budynków to 65 861 m². Część powierzchni pozostanie w istniejących zabudowaniach, część zaś w nowych budynkach. Projekt podzielony będzie na 11 kwartałów, z tego pozwolenie na budowę posiada obecnie kwartał A (część biurowa o

powierzchni 1 087 m²). Pierwszy kwartał został rozpoczęty w 3Q10, prace potrwać około roku (adaptacja pomieszczeń). W drugiej połowie 2010 ma ruszyć budowa loftów i soft-loftów o powierzchni około 5,3 tys. m² i budowa 0,7 tys. m² komercyjnej.

Inwestycja charakteryzuje się atrakcyjną lokalizacją – jest to wprawdzie Praga Północ, jednak jedynie 5 minut drogi od przyszłej stacji drugiej linii metra Dworzec Wileński. W dodatku, inwestycja ma unikalny w skali Warszawy przemysłowy charakter. Warunki życia na Pradze stopniowo ulegają poprawie – miasto przeprowadza remonty kolejnych kamienic, pojawiają się nowe inwestycje, wprowadzają się nowi mieszkańcy. Problemem pozostaje nadal bardzo duża liczba kamienic czynszowych (zamknięty krąg – niskie czynsze powodują, że nie ma pieniędzy na remonty, co z kolei nie pozwala na podwyższenie czynszów). Sądzymy, że prawdopodobnie w długim terminie Praga Północ czeka podobna metamorfoza, jaka 15 lat temu rozpoczęła się w centrum Warszawy. 20 lat temu centrum Warszawy wyglądało porównywalnie, jak obecnie Praga Północ.

Stosunkowo dobrze prezentuje się popyt na powierzchnię w inwestycji Koneser. Pomimo wczesnego etapu realizacji kwartału A, wynajęto już ponad połowę powierzchni użytkowej budynku po stawce czynszu 15 EUR/m². Zarząd zakłada, że do końca roku zostanie wynajęte 100% powierzchni użytkowej budynku. Podobną stawkę czynszu przewidujemy dla planowanej powierzchni biurowej i komercyjnej. Cenę sprzedaży mieszkań w 2011 roku szacujemy na 7,75 tys. PLN/m². Nie można wykluczyć, że ostatecznie, ze względu na unikalny charakter inwestycji, ceny sprzedaży lokali będą większe. Z drugiej strony, sądzymy, że do znacznego wzrostu cen konieczne jest przekroczenie przez inwestycję pewnej „masy krytycznej” (pierwsze etapy sprzedawane taniej, kolejne drożej).

Pierwszy kwartał inwestycji Koneser realizowany jest z wkładu własnego inwestora, natomiast kolejne etapy mają być finansowane z kredytu inwestycyjnego. Zakup gruntu w celu realizacji inwestycji Koneser został objęty finansowaniem bankowym. Wartość kredytu bankowego to obecnie około 27 mln PLN (zadłużenie krótkoterminowe). BBI Development stara się o wydłużenie zapadalności kredytu (z czym nie powinno być problemu) oraz powiększenie go o dodatkową transzę z przeznaczeniem na prace budowlane.

Plan realizacji projektu Koneser (m²)

Kwartał	Mieszkania	Komercja	Biura	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
				Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q	Q
A			1 000																			
E2 i E4	5 342	730																				
E3 i E1	6 675	1 099																				
M, NiL	11 282	3 213																				
Garaż I2a, I2b, I1																						
F		4 683	10 393																			
B1 i B2		2 823	5 562																			
G		1 865	10 355																			
J		50																				
K		221	1 585																			
		2 106																				

Źródło: DI BRE Banku; liczba m² powierzchni zgodnie z prezentowanymi nowymi planami spółki może być wyższa, niż przewidywano w memorandum informacyjnym do emisji obligacji (65 860)

Wycena powierzchni komercyjnej w ramach inwestycji Koneser

Część	m ² powierzchni / ilość	Koszt najmu EUR/m ² / m/c	NOI (mln EUR)	Exit yield	EUR/PLN	Wycena powierzchni mln PLN	Wycena powierzchni / m ² 2012
Biurowa	28 895	15	5,2	7,0%	3,9	289,8	10,0
Handlowa	16 790	15	3,0	7,0%	3,9	168,4	10,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Sezam

BBI Development podpisał umowę inwestycyjną z Warszawską Spółdzielnią Spożyców „Śródmieście” w celu zagospodarowania działki, na której obecnie znajduje się Sezam (część tzw. „Ściany Wschodniej”). Podstawowe założenia są następujące: spółka w 100% zależna od BBI ma objąć 1/3 udziałów w spółce celowej w zamian za wkład kapitałowy w wysokości 2 mln PLN, sfinansowanie wszystkich prac projektowych i project management. Całkowite nakłady BBI można ostrożnie szacować na 10 mln PLN, zaś przypadający na spółkę zysk na projekcie na prawie 50 mln PLN. Przy wyższych niż zakładane stawkach najmu powierzchni w budynku, zysk na projekcie przypadający na BBI może sięgać nawet 70 mln PLN. Powierzchnia użytkowa budynku ma wynieść 12-13 tys. m². Nawet po podpisaniu umowy, przed BBI stoi jeszcze wiele wyzwań, takich jak:

- zapobiegnięcie wpisowi obiektu do rejestru zabytków (mało prawdopodobne, obiekt nie ma wartości architektonicznej)
- zadbanie, aby inwestycja nie była zablokowana przez protesty
- pozyskanie warunków zabudowy
- pozyskanie pozwolenia na budowę, a następnie jego obronienie (inwestycje w centrum Warszawy są trudne do rozpoczęcia)

Procedura administracyjna po podpisaniu umowy inwestycyjnej może potrwać 1,5 roku. Udział BBI w projekcie ma docelowo wynieść 33%, przy czym będzie on rósł z niższego niż 33% poziomu stopniowo, wraz z postępowaniem prac. BBI Development planuje pozyskać środki na finansowanie z emisji obligacji (1Q'11), a termin zakończenia inwestycji planowany jest w 4Q'13.

Do potencjalnych opcji związanych z projektem należy możliwość budowy połączenia ze stacją metra Świętokrzyska (na poziomie -1). Warunki połączenia ze stacją metra Świętokrzyska zostały już uzgodnione z władzami warszawskiego metra. Zarząd przyznaje, że najemcy wykazują spore zainteresowanie powierzchnią handlową i biurową obiektu. Nasze ostrożne szacunki zakładają 24 EUR/m² za wynajem 1 m² powierzchni biurowej (co odpowiada czynszom ofertowym w Wolf Marszałkowska) i 50 EUR/m² za wynajem 1 m² powierzchni komercyjnej. Szacunki dotyczące powierzchni komercyjnej są ostrożne i z uwagi na brak zatwierdzonego projektu przewidującego duże lokale na parterze. W przypadku lokalizacji mniejszych lokali na parterze, stawki czynszu mogą być wyższe.

Z uwagi na skomplikowaną ścieżkę administracyjną i związaną z tym niepewność, zyski na realizacji inwestycji szacujemy na zasadzie wartości oczekiwanej. Prawdopodobieństwo realizacji inwestycji zakładamy na poziomie 70%. Ryzyko niepowodzenia inwestycji przy poniesionych nakładach w wysokości 10 mln PLN szacujemy na 30%. Ryzykiem dla inwestycji są protesty społeczne, opóźnienia w realizacji drogi administracyjnej, a także skomplikowana techniczna natura obiektu (m.in. budowa parkingu podziemnego). Wraz z postępowaniem przygotowania inwestycji, prawdopodobieństwo sukcesu będzie rosło, a wraz z nim wycena inwestycji. Wzrost prawdopodobieństwa sukcesu inwestycji może również wpływać na rewizję w górę szacunków parametrów finansowych inwestycji.

Wycena powierzchni komercyjnej w ramach inwestycji Sezam

Część	m ² powierzchni / ilość	Koszt najmu EUR/m ² / mc	NOI (mln EUR)	Exit yield	EUR/PLN	Wycena powierzchni mln PLN	Wycena powierzchni / m ² 2012
Biurowa	8 700	24	2,5	6,8%	3,9	143,7	16,5
Handlowa	3 800	50	2,3	6,8%	3,9	130,8	34,4
Miejsca parkingowe	114	100	0,1	6,8%	3,9	7,8	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Szacunek rentowności inwestycji Sezam (mln PLN)

Scenariusz	Poniesione nakłady gotówkowe	Prawdopodobieństwo	Udział w zysku	Wycena obiektu 2012	Koszt budowy	Marża deweloperska	Zysk BBI	Zysk BBI: wartość oczekiwana
Powodzenie	-10,0	70%	33%	282,3	113,8	168,5	45,6	31,9
Niepowodzenie	-10,0	30%	33%	0,0	0,0	0,0	-10,0	-3,0
Wartość oczekiwana								28,9

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Marina Kiekrz

Inwestycja Marina Kiekrz zlokalizowana jest w Poznaniu, w sąsiedztwie jeziora Kierskiego (obrzeża Poznania). Projekt Kiekrz zakłada wybudowanie 81 apartamentów o łącznej powierzchni 4926,86 m² (84 komórki lokatorskie i 100 miejsc garażowych). Apartamenty mają mieć podwyższony standard i posiadać widok na jezioro. Obok planowane są tereny rekreacyjne i strzeżona plaża. Projekt ma być realizowany bez podziału na etapy. Cenę sprzedaży lokali w inwestycji szacujemy na 7,5 tys. PLN, czyli o kilkaset złotych więcej, niż w przypadku nowych mieszkań zlokalizowanych w dzielnicy Poznania Jeżyce. Uważamy, że pewna premia jest zasadna, ze względu na atrakcyjną lokalizację. Z drugiej strony, większa premia za lokalizację w miastach innych niż Warszawa nie jest naszym zdaniem uzasadniona.

Kino Wars

BBI Development stara się o zamianę gruntu po dawnym kinie Wars (2 360 m²) z miastem Warszawa na inną atrakcyjną nieruchomość zlokalizowaną w Warszawie. Zamiana może wymagać dokonania przez BBI dopłaty, co mogłoby wymagać sfinansowania tej kwoty z emisji obligacji. Nie można wykluczyć, że warunki zamiany gruntu będą korzystne dla BBI i spowodują wzrost wartości spółki. Chodzi nie tylko o parametry finansowe, ale i o łatwość przeprowadzenia inwestycji (generalnie, trudno o pozwolenie na budowę w centrum Warszawy). Spółka uzależnia zamianę gruntu od tego czy wydane zostaną akceptowalne Warunki Zabudowy dla nieruchomości, która byłaby celem zamiany.

Sprzedaż nieruchomości w Dziwnowie

W październiku 2010 r. BBI Development podpisał umowę sprzedaży wszystkich posiadanych akcji spółki celowej realizującej przedsięwzięcie deweloperskie w Dziwnowie. Umowa zakupu nieruchomości w Dziwnowie została podpisana na szczycie cen nieruchomości, BBI planował na gruncie budowę apartamentowców z dostępem do morza. Cena, za jaką BBI zakupił za grunt w Dziwnowie, z perspektywy czasu wydaje się być bardzo wysoka (1 989 PLN/PUM). Zakup został sfinansowany z kredytu bankowego. Całość nakładów poniesionych na inwestycję w Dziwnowie na styczeń 2010 roku wyniosła 51,8 mln PLN, zaś wartość kredytu – 37 mln PLN. W związku z negatywną oceną perspektyw projektu, w wynikach Q2 2010 wartość nakładów poniesionych na przedsięwzięcie w Dziwnowie została odpisana do kwoty zbliżonej do 37 mln PLN. W październiku br. została zawarta umowa sprzedaży całości akcji spółki celowej Projekt Deweloperski 8, będącej właścicielem gruntu w Dziwnowie i wszelkich nakładów poniesionych na to przedsięwzięcie. Nabywcą jest osoba prywatna. Cena sprzedaży akcji wyniosła 55 tys. PLN. Jest to cena minimalna, w przypadku zysku wynikającego z realizacji projektu przez spółkę celową, cena sprzedaży akcji zgodnie z umową będzie weryfikowana w górę, maksymalnie do poziomu 20% zysku sprzedanej spółki celowej z realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego.

Transakcja ta jest istotna dla BBI Development, gdyż ogranicza poziom zadłużenia netto dewelopera o 37 mln PLN. Dalszy los sprzedanej spółki celowej jest niepewny (możliwa tak realizacja projektu, jak i jego zaprzestanie, w przypadku braku przepływów pieniężnych). Oba scenariusze nie powinny w istotnym stopniu wpływać na BBI Development.

Pomiędzy sprzedaną spółką PD8 a spółką przewidzianą do realizacji przedsięwzięcia Marina Kiekrz istnieją krzyżowe zabezpieczenia hipoteczne. Część z tych zabezpieczeń zostanie zdjęta przez bank finansujący, pod warunkiem spłaty kwoty 2 mln PLN z kredytu przeznaczonego na finansowanie zakupu gruntu w Kiekrzu. Harmonogram przewiduje spłatę kwoty do końca Q1 2011. W dodatku, w związku z podpisaniem przez spółkę przeznaczoną do realizacji inwestycji Marina Kiekrz umowy na kredyt budowlany, Marina Kiekrz zobowiązała się odpowiadać za wiarygodność sprzedanej spółki PD8 do kwoty 1,25 mln PLN. W związku z niepewnym losem inwestycji w Dziwnowie, zdecydowaliśmy się kwotę tą odjąć od ostatecznej wyceny BBI Development.

Wartość dodana spółki Juvenes

Juvenes to spółka, której zadaniem było pozyskiwanie inwestycji oraz obsługa procesu deweloperskiego. W ramach obsługi procesu deweloperskiego można wymienić m.in.:

- zastępstwo inwestycyjne
- organizacja finansowania
- sprzedaż mieszkań
- projektowanie

- analizy, wyszukiwanie partnerów inwestycyjnych
- nadzór nad pracami budowlanymi
- zarządzanie nieruchomościami

Zespół Juvenes posiada też unikalne doświadczenie w pozyskiwaniu projektów deweloperskich do realizacji we współpracy ze spółdzielniami. Jeden z takich projektów jest już w realizacji (Plac Unii), realizacja drugiego rozpocznie się za 1-1,5 roku (Sezam).

Przed połączeniem BBI Development i Juvenes, Juvenes obsługiwał realizację inwestycji BBI. Juvenes świadczył także, choć na mniejszą skalę, usługi zewnętrzne. Połączenie obu firm jest korzystne dla akcjonariuszy, gdyż likwiduje potencjalne wątpliwości związane z rozliczeniami z podmiotami powiązanymi. Powstała w ramach połączenia wartość firmy w wysokości 24,7 mln PLN nie rodzi naszym zdaniem zagrożeń.

Program inwestycyjny BBI Development

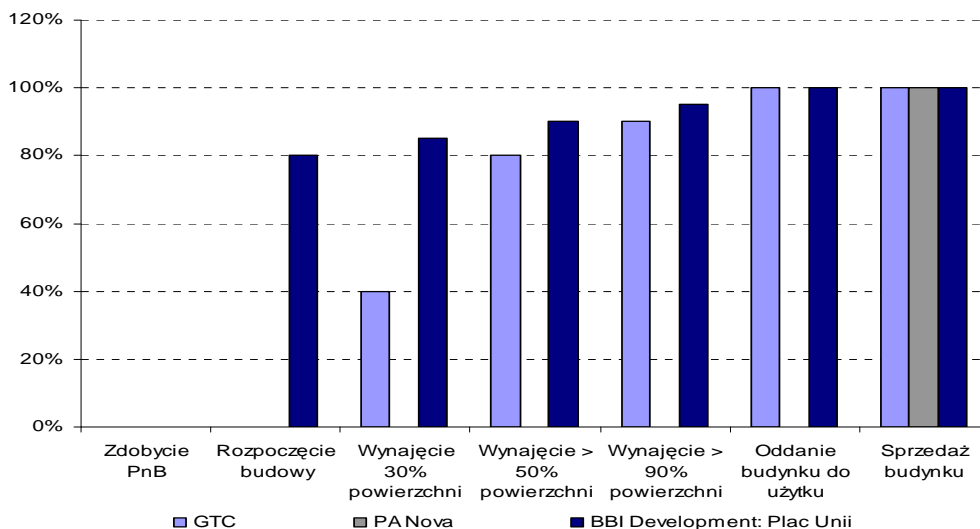
Polityka wycen nieruchomości w budowie BBI Development

Od czasu zmian standardów MSR, które pozwoliły na rozpoznawanie wyceny nieruchomości komercyjnych w budowie, obserwujemy stosunkowo swobodne podejście deweloperów do wycen nieruchomości w budowie. Niektórzy deweloperzy skłonni są rozpoznawać marżę wynikającą z procesu deweloperskiego na początku realizacji projektu, inni w środkowym etapie realizacji inwestycji, inni dopiero w momencie sprzedaży nieruchomości. Na tle konkurencji rozpoznanie dużej dodatniej wyceny realizowanej inwestycji Plac Unii już w Q2 2010 (rozpoczęcie budowy w Q3 2010) wydaje się stosunkowo agresywne. Inwestycja Plac Unii znajduje się w jednej z najlepszych lokalizacji w mieście, projekt nie ma jednak jeszcze finansowania i najemców, zaś budowa dopiero się rozpoczęła.

Inwestycja Plac Unii została wyceniona w oparciu o stworzony przez spółkę model DCF, niezależnie zweryfikowany przez zewnętrzną firmę z branży doradztwa finansowego, a także przez biegłych rewidentów, przeprowadzających przegląd półrocznych sprawozdań finansowych spółki za rok 2010. Model ten bazuje na stosunkowo ostrożnych założeniach (w tym stopa dyskontowa 10,6%). Z uwagi na ujęcie prawie całej marży na realizowanym projekcie już na początku budowy, kolejne przeszacowania wartości inwestycji będą ograniczone, chyba, że ostateczne parametry projektu okażą się lepsze, niż nasze przewidywania.

Dla porównania, GTC większość marży deweloperskiej rozpoznaje w środkowym etapie budowy. Z kolei PA Nova nie jest skłonna rozpoznać wyceny Galerii Sanowa w Przemysłu, pomimo prawie ukończonej budowy i 90% wynajętej powierzchni. Inwestycja prawdopodobnie nie będzie podlegała wycenie, zaś spółka rozpozna zysk dopiero po jej sprzedaży. Politykę wycen nieruchomości prezentujemy w wersji przybliżonej poniżej.

Stopień rozpoznania marży deweloperskiej w zależności od zaawansowania budowy



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nie wiemy, czy BBI podobnie agresywnie będzie wyceniał kolejne inwestycje w budowie. W naszych szacunkach wyników finansowych zakładamy, podobnie jak dla konkurentów, że marża będzie rozpoznawana w środkowym etapie budowy. Chodzi o etap, gdy budowa stanu surowego jest już zakończona, inwestycja ma też zapewnioną większość przyszłych najemców.

Przewidywane inwestycje BBI Development

Inwestycje BBI Development

Nazwa	Planowane ukończenie	PUM/m2 pow.	Udziały w spółce celowej %	Udział w BBI w zyskach spółki celowej (%)	Cena sprzedaży / m2	Koszt / m2
Inwestycje w realizacji/zakończone						
Rezydencja Foksal	Q2 2011	7 800	38%	75%	20 000	10 090
Dom na Dolnej	Q2 2010	4 046	100%	95%	9 150	6 995
Plac Unii	Q4 2012	56 165	50%	81%	15 716	9 721
Małe Błonia E1 F1	2012	4 500	65%	100%	4 500	3 625
Koneser A	2011	1 087	100%	85%	10 029	7 760
Inwestycje do uruchomienia w H2 2010 / H1 2011						
Marina Kiekrz	2012	4 927	100%	100%	7 500	6 930
Małe Błonia E1 F2	2012	4 000	65%	100%	4 500	3 708
Koneser E2	Q4 2012	5 342	100%	85%	7 725	5 206
Koneser E4	Q4 2012	730	100%	85%	10 329	7 966
Garaż Centralny	Q4 2012					
Inwestycje do uruchomienia w H2 2011 / H1 2012						
Sezam	2013	12 500	33%	100%	22 585	9 104
Inwestycje do uruchomienia w H2 2012						
Koneser E3	2013	6 675	100%	85%	7 957	5 335
Koneser E1	2013	1 099	100%	85%	10 639	8 179
Koneser I2a, I2b	2013	4 683	100%	85%	10 639	8 179
Koneser I1	2013	10 393	100%	85%	10 639	8 179
Koneser F	2013	8 385	100%	85%	10 639	8 179
Koneser G	2013	50	100%	85%	10 639	8 179
Małe Błonia E2	2013	6 000	65%	100%	4 635	3 794

Źródło: BBI Development, założenia i szacunki DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników finansowych w podziale na projekty

Prognozy wyników na lata 2010-2012

(mln PLN) Nazwa	Przychody			Koszty własne sprzedaży		
	H2 2010P	2011P	2012P	H2 2010P	2011P	2012P
Inwestycje w realizacji/zakończone						
Rezydencja Foksal		59,3			29,9	
Dom na Dolnej	35,2	1,9		26,9	1,4	
Plac Unii						
Małe Błonia E1 F1			20,3			16,3
Koneser A						
Inwestycje do uruchomienia w H2 2010 / H1 2011						
Marina Kiekrz			37,0			34,1
Małe Błonia E1 F2			18,0			14,8
Koneser E2			41,3			27,8
Usługi	1,1	2,2	2,2			
Suma	36,3	63,3	118,7	26,9	31,3	93,1

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Prognozy wycen nieruchomości komercyjnych w latach 2010-2012

(mln PLN)	Wycena nieruchomości (przychody)			Wycena nieruchomości (bilans)		
Nazwa	H2 2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Inwestycje w realizacji/zakończone						
Rezydencja Foksal						
Dom na Dolnej						
Plac Unii	-1,8	13,2	14,6	141,2	235,2	358,9
Małe Błonia E1 F1						
Koneser A		2,5	0,3	3,3	10,9	11,2
Inwestycje do uruchomienia w H2 2010 / H1 2011						
Marina Kiekrz						
Małe Błonia E1 F2						
Koneser E2						
Koneser E4		1,4	0,3		3,7	7,5
Garaż Centralny					7,5	15,0
Inwestycje do uruchomienia w H2 2011 / H1 2012						
Sezam			14,5			35,6
Inwestycje do uruchomienia w H2 2012						
Koneser E3						
Koneser E1						3,1
Koneser I2a, I2b						13,4
Koneser I1						29,8
Koneser F						24,0
Koneser G						0,1
Małe Błonia E2						8,0
Suma	-1,8	17,0	29,7	144,5	257,3	506,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Prognozy wydatków kapitałowych i zysków mniejszości (2010-2012)

(mln PLN)	Zyski mniejszości			Wydatki kapitałowe		
Nazwa	H2 2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Inwestycje w realizacji/zakończone						
Rezydencja Foksal	0,0	7,3	0,0			
Dom na Dolnej	0,4	0,0	0,0			
Plac Unii				16,6	80,8	109,2
Małe Błonia E1 F1	0,0	0,0	1,4			
Koneser A		0,4	0,0	2,0	5,1	
Inwestycje do uruchomienia w H2 2010 / H1 2011						
Marina Kiekrz	0,0	0,0	0,0			
Małe Błonia E1 F2	0,0	0,0	1,1			
Koneser E2			2,0			
Koneser E4		0,2	0,1		2,3	3,5
Garaż Centralny					7,5	7,5
Inwestycje do uruchomienia w H2 2011 / H1 2012						
Sezam						21,1
Inwestycje do uruchomienia w H2 2012						
Koneser E3						
Koneser E1						1,8
Koneser I2a, I2b						7,5
Koneser I1						16,6
Koneser F						13,4
Koneser G						0,1
Małe Błonia E2						3,2
Suma	0,4	7,9	4,6	18,6	95,7	183,8

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Prognozy wyników, wycen, CAPEX-u i zysków mniejszości w 2013 roku

Nazwa	Przychody 2013P	Koszty własne sprzedaży 2013P	Zyski mniejszości 2013P	Wycena nieruchomości 2013P	Wydatki kapitałowe 2013P
Inwestycje w realizacji/zakończone					
Rezydencja Foksal					
Dom na Dolnej					
Plac Unii				10,8	
Małe Błonia E1 F1					
Koneser A				0,3	
Inwestycje do uruchomienia w H2 2010 / H1 2011					
Marina Kiekrz					
Małe Błonia E1 F2					
Koneser E2					
Koneser E4				0,2	
Garaż Centralny					
Inwestycje do uruchomienia w H2 2011 / H1 2012					
Sezam				14,5	21,1
Inwestycje do uruchomienia w H2 2012					
Koneser E3	53,1	35,6	2,6		
Koneser E1			0,4	2,7	5,8
Koneser I2a, I2b			1,7	11,5	24,9
Koneser I1			3,8	25,6	55,3
Koneser F			3,1	20,6	44,6
Koneser G			0,0	0,1	0,3
Małe Błonia E2	27,8	22,8	1,8		
Usługi	2,2				
Suma	83,1	58,4	13,5	86,4	151,9

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań i prognoza wyników sprzedaży

Oczekiwana wielkość oferty mieszkań BBI Development

Inwestycja	PUM	Liczba lokali ogółem	Data ukończenia	H1 2010	H2 2010P	2011P	2012P
Wielkość oferty lokali							
Rezydencja Foksal	7 800	30	Q2 2011	30	22	0	0
Dom na Dolnej	4 046	48	Q2 2010	1	0	0	0
Małe Błonia E1 F1	4 500	77	2 012	-	69	30	0
Marina Kiekrz	4 927	81	2 012	-	71	34	0
Małe Błonia E1 F2	4 000	68	2 012	-	-	50	20
Koneser E2	5 342	67	Q4 2012	-	-	40	0
Koneser E3	6 675	83	2 013	-	-	-	50
Małe Błonia E2	6 000	103	2 013	-	-	-	85
Suma				31	162	154	155
Sprzedaż lokali							
Rezydencja Foksal	7 800	30	Q2 2011	-	8	22	0
Dom na Dolnej	4 046	48	Q2 2010	-	1	0	0
Małe Błonia E1 F1	4 500	77	2012	-	8	39	30
Marina Kiekrz	4 927	81	2012	-	10	37	34
Małe Błonia E1 F2	4 000	68	2012	-	-	18	30
Koneser E2	5 342	67	Q4 2012	-	-	27	40
Koneser E3	6 675	83	2013	-	-	-	33
Małe Błonia E2	6 000	103	2013	-	-	-	18
Suma					27	143	185

Źródło: DI BRE Banku

Działalność mieszkaniowa ma ograniczone znaczenie

Działalność mieszkaniowa ma dla BBI Development ograniczone znaczenie. Związane jest to z dominującym udziałem segmentu komercyjnego w wycenie BBI Development (inwestycje: Plac Unii, Koneser, Sezam).

Wycena akcji BBI Development

Dokonałiśmy wyceny dwoma metodami – metodą wartości aktywów oraz metodą porównawczą. Obu metodom wyceny przyznajemy wagę 50%. Uważamy, że rynek w dalszym ciągu nie jest skłonny dyskutować długoterminowych planów inwestycyjnych deweloperów komercyjnych, a te dla BBI Development wyglądają atrakcyjnie (szansa na bardzo dobre wyniki po 2013 roku). Wyznaczamy cenę docelową akcji BBI Development na 0,55 PLN/akcję. Cena docelowa jest wyższa o 22,5% od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno walorów BBI Development.

Wycena akcji BBI Development

	Wycena	Waga
Wycena metodą NAV	0,56	50%
Wycena metodą porównawczą	0,46	50%
Wycena 1 akcji BBI Development	0,51	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	0,55	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji BBI Development metodą wartości aktywów

Uważamy, że akcje BBI Development powinny być wyceniane w oparciu o metodę zdyskontowanej wartości aktywów. Obecnie rynek akcji gotów jest wyceniać krótkoterminowe i średnio terminowe plany inwestycyjne deweloperów. Model DCF w przypadku deweloperów działających głównie w segmencie komercyjnym, nie jest uznawany za wiarygodny (konieczność zakładania sprzedaży aktywów komercyjnych). Nasze podejście w przypadku walorów BBI Development zakłada:

- bieżącą wartość spółki właściwie obrazuje zdyskontowana w czasie wartość kapitałów własnych na koniec 2013 roku
- w modelu uwzględniamy również nadwyżkę uczciwej wartości inwestycji Koneser nad wyceną księgową
- uwzględniamy potencjalny odpis wartości hipotecznych zabezpieczeń krzyżowych w wysokości 1,25 mln PLN
- plany inwestycyjne i wyniki zgodnie z wcześniejszym opisem
- zakładamy rozpoznanie w 2012 i 2013 roku po 50% wartości oczekiwanej z marży możliwej do wygenerowania na inwestycji Sezam
- wycena wartości rezydualnej Juvenes została uwzględniona w wartości księgowej BBI Development (która uwzględnia wartość firmy, powstałą przy połączeniu BBI i Juvenes)

Wycena akcji BBI Development metodą wartości aktywów

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P
Kapitały własne	244,4	267,7	299,1	385,2
Liczba akcji	532,1	532,1	532,1	532,1
Kapitały własne na akcję	0,46	0,50	0,56	0,72
Różnica między wyceną księgową i rynkową projektu Koneser	16,4	16,4	16,4	8,3
Potencjalny odpis wartości PD9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Suma korekt	15,2	15,2	15,2	7,1
Liczba akcji	532,1	532,1	532,1	532,1
Suma korekt / akcję	0,03	0,03	0,03	0,01
Wycena BBI Development na akcję	0,49	0,53	0,59	0,74
WACC	9,8%	9,4%	9,0%	8,7%
Koszt długu	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	24,6%	37,3%	49,6%	58,5%
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Współczynnik dyskonta	98,5%	90,0%	82,6%	76,0%
Zdyskontowana wycena BBI Development na akcję	0,48	0,48	0,49	0,56

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji BBI Development metodą porównawczą

Dokonałiśmy wyceny akcji BBI Development również przy wykorzystaniu metody porównawczej. Naszą bazą porównawczą są polskie i zagraniczne spółki deweloperskie, koncentrujące swoją działalność w segmencie komercyjnym, z ekspozycją na kraje regionu CEE/SEE. Generalnie, można zauważyć, że największe polskie spółki z sektora wyceniane są z premią do wartości księgowej, zaś spółki notowane w Austrii z widocznym dyskontem.

Zastosowanie metody porównawczej pozwala na wycenę walorów BBI Development na 0,46 PLN/akcję (9-miesięczna cena docelowa to 0,50 PLN/akcję).



Wycena akcji BBI Development metodą porównawczą

	P/BV 2010P	P/BV 2011P	P/BV 2012P
GPW			
Echo Investment	1,30	1,13	1,00
GTC	1,22	1,05	0,93
Mediana	1,26	1,09	0,96
Waga	50,0%	50,0%	50,0%
Rynki zagraniczne			
Atrium European Real Estate Development	0,77	0,74	0,73
CA Immo International	0,63	0,60	0,59
CA Immobilien Anlagen	0,57	0,56	0,54
Conwent Immobilien	0,63	0,61	0,59
Deutsche Euroshop	1,09	1,06	1,00
Immofinanz	0,67	0,64	0,61
IVG Immobilien	0,68	0,69	0,64
Klepierre	1,06	1,05	0,93
Segro	0,85	0,85	0,80
Sparkassen Immobilien	0,81	0,73	0,69
Unibail Rodamco	1,18	1,15	1,09
Mediana	0,77	0,73	0,69
Waga	50,0%	50,0%	50,0%
Mediana	1,01	0,91	0,82
BBI Development	0,98	0,89	0,80
Premia (dyskonto)	-3,3%	-1,9%	-2,9%
Waga wskaźnika	30,0%	40,0%	30,0%
Wycena	0,14	0,18	0,14

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	11,3	1,0	82,0	80,4	148,4	192,5
w tym ze sprzedaży mieszkań	3,3	1,0	37,1	63,3	118,7	106,1
w tym z wycen nieruchomości komercyjnych	8,0	0,0	44,9	17,0	29,7	86,4
Koszty ogółem	10,5	7,7	36,5	41,2	103,3	69,1
w tym koszty ogólne	10,5	7,7	9,6	9,9	10,2	10,7
w tym koszty sprzedanych mieszkań	0,0	0,0	26,9	31,3	93,1	58,4
Zysk na sprzedaży	0,9	-6,7	45,5	39,1	45,1	123,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	7,6%	-	55,5%	48,7%	30,4%	64,1%
Pozostałe zdarzenia operacyjne	0,2	-1,2	-18,8	-0,8	-0,8	-0,9
EBIT	1,1	-7,9	26,7	38,3	44,2	122,5
<i>zmiana</i>	-	-	-	43,5%	15,5%	177,0%
<i>marża EBIT</i>	9,7%	-	32,6%	47,7%	29,8%	63,7%
Wynik na działalności finansowej	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,2	0,4
Zysk brutto	1,9	-8,2	27,8	38,6	44,4	122,9
Podatek dochodowy	0,7	0,8	5,1	7,3	8,4	23,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-0,1	0,1	0,4	7,9	4,6	13,5
Zysk netto	1,4	-9,1	22,3	23,3	31,4	86,1
<i>zmiana</i>	-	-	-	4,7%	34,6%	174,3%
<i>marża</i>	12,4%	-	27,1%	29,0%	21,1%	44,7%
Amortyzacja	-1,7	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA	-0,6	-7,9	27,2	38,8	44,7	123,1
<i>zmiana</i>	-	-	-	42,7%	15,3%	175,0%
<i>marża EBITDA</i>	-	-	33,2%	48,3%	30,2%	63,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	270,3	532,1	532,1	532,1	532,1	532,1
EPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
CEPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
ROAE	1,0%	-5,4%	10,1%	9,1%	11,1%	25,2%
ROAA	0,4%	-2,1%	5,2%	4,8%	5,1%	10,5%

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	416,1	426,9	434,4	535,7	701,6	931,2
Majątek trwały	154,2	6,6	176,2	288,9	538,4	768,7
Zapasy	135,4	5,9	6,2	6,2	6,2	6,2
Wartości niematerialne	0,0	0,0	24,7	24,7	24,7	24,7
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	144,5	257,3	506,7	737,0
Pozostałe aktywa trwałe	18,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Majątek obrotowy	261,9	420,3	258,2	246,7	163,3	162,5
Zapasy	233,2	394,1	215,4	211,4	119,5	119,5
Należności	21,7	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Pozostałe aktywa finansowe	2,6	16,0	13,8	13,8	13,8	13,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,2	8,0	26,2	18,7	27,2	26,4
Inne	0,2	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	404,5	426,9	434,4	535,7	701,6	931,2
Kapitał własny	140,8	196,1	244,4	267,7	299,1	385,2
Kapitał mniejszości	11,7	11,9	31,5	39,4	44,0	57,5
Zobowiązania długoterminowe	189,6	67,1	65,8	65,8	175,8	305,8
Zadłużenie	112,7	10,3	54,0	54,0	164,0	294,0
Rezerwy	0,0	0,9	5,6	5,6	5,6	5,6
Pozostałe zobowiązania	76,9	55,9	6,2	6,2	6,2	6,2
Zobowiązania krótkoterminowe	74,0	151,7	92,7	162,7	182,7	182,7
Zadłużenie	63,9	135,4	60,6	130,6	150,6	150,6
Zobowiązania handlowe i pozostałe	9,9	4,3	5,5	5,5	5,5	5,5
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	11,2	26,5	26,5	26,5	26,5
Inne	0,0	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Dług	176,6	145,7	114,6	184,6	314,6	444,6
Dług netto	172,5	137,7	88,4	166,0	287,4	418,2
(Dług netto / Kapitał własny)	122,4%	70,2%	36,2%	62,0%	96,1%	108,6%
(Dług netto / EBITDA)	-304,1	-17,5	3,3	4,3	6,4	3,4
BVPS	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-56,0	-5,7	9,2	-77,8	-121,6	-139,1
Zysk netto	1,4	-9,1	22,3	23,3	31,4	86,1
Wydatki inwestycyjne i zmiany zapasów	-34,9	-35,6	36,3	-91,7	-127,7	-151,9
Zmiany należności i zobowiązań	-5,5	38,0	18,8	0,0	0,0	0,0
Wycena nieruchomości	0,0	0,0	-44,9	-17,0	-29,7	-86,4
Pozostałe	-17,0	1,0	-23,3	7,7	4,4	13,1
Przepływy inwestycyjne	0,2	0,1	49,2	0,0	0,0	0,0
Zbycie aktywów	0,4	0,1	49,3	0,0	0,0	0,0
Nabycie aktywów	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	21,1	9,4	-40,3	70,3	130,2	130,4
Emisja akcji	0,0	18,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia	24,7	-6,9	-35,6	70,0	130,0	130,0
Pozostałe	-3,6	-1,9	-4,7	0,3	0,2	0,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-34,7	3,8	18,2	-7,5	8,6	-8,8
Środki pieniężne na koniec okresu	4,2	8,0	26,2	18,7	27,2	26,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-39,0	-6,7	77,3	-68,4	-96,3	-65,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,2%	-14,4%	-60,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	86,5	-26,4	10,8	10,3	7,6	2,8
P/CE	-3,6	-5,4	4,1	-3,5	-2,7	-3,6
P/BV	0,86	1,22	0,98	0,89	0,80	0,62
P/S	10,7	241,9	2,9	3,0	1,6	1,2
FCF/EV	-12,8%	-1,7%	21,5%	-15,4%	-15,7%	-9,2%
EV/EBITDA	-539,2	-49,4	13,2	11,5	12,6	5,8
EV/EBIT	278,7	-49,4	13,5	11,6	12,7	5,8
EV/S	27,0	393,0	4,4	5,5	3,8	3,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	0,45					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	270,3	532,1	532,1	532,1	532,1	532,1
MC (mln PLN)	121,6	239,4	239,4	239,4	239,4	239,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	11,7	11,9	31,5	39,4	44,0	57,5
EV (mln PLN)	305,8	389,0	359,4	444,8	562,9	715,1



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

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
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej BBI Development NFI S.A.