

BBI Development NFI

kupuj

Dane podstawowe

cena rynkowa (PLN)	2.22
cena docelowa (PLN) po rozwodnieniu	3.16
WIG	53 053
kapitalizacja (mln PLN)	507
liczba akcji (tys.)	228 435
free float (mln PLN)	139 264

Zmiana wartości (%)	BBI	WIG
3 miesiące	51%	2.5%
6 miesięcy	78%	19.8%
12 miesięcy	390%	39.7%

Akcyonariat	% akcji	% głosów
BB Investment	33.8%	33.8%
Opera TFI	5.3%	5.3%



Analitik:

Piotr Zielonka, CFA tel. (0-22) 329 43 46

BBI Development NFI S.A. jest jedną z wielu spółek giełdowych, która weszła w modny ostatnio sektor deweloperski. Firma jednak wyróżnia się zasadniczo wśród nowych graczy na tym rynku. Działająca jako podmiot zarządzający funduszem deweloperskim spółka ma atrakcyjny portfel inwestycyjny i bardzo ciekawą strategię inwestycyjną. Naszym zdaniem w perspektywie średnioterminowej (2 – 3 lata) akcje spółki mogą być bardzo udaną inwestycją.

Sztandarowymi projektami BBI Development S.A. są: budowa budynku handlowo – biurowego przy pl. Unii Lubelskiej w Warszawie (na miejscu dawnego Supersamu) oraz rewitalizacja i budowa loftów w dawnej wytwórni wódek Koneser na warszawskiej Pradze. W portfelu spółki znajduje się obecnie jeszcze jeden projekt - także w Warszawie. We wstępnej fazie znajduje się również projekt budowy hotelu w Krakowie. Łączna wartość realizowanych obecnie przez spółkę inwestycji sięga 1,4 mld zł.

Strategia spółki zakłada koncentrację na najbardziej atrakcyjnych projektach, z których stopa zwrotu sięga co najmniej 20%. Do każdego z projektów tworzona jest spółka celowa, w której BBI Development NFI S.A. posiada większościowe udziały (95 do 99%). Spółka zapewnia sobie określony minimalny poziom zysku w każdym projekcie.

Inwestycja w akcje BBI Development NFI S.A. obciążona jest jednak obecnie według nas wysokim ryzykiem. Firma nie zrealizowała jeszcze żadnej inwestycji. Pierwsze projekty spółki zakończone zostaną dopiero w roku 2009, a dwie wspomniane sztandarowe inwestycje (Koneser i Supersam) dopiero około roku 2010. W związku z tym w roku obecnym firma nie wykaże żadnych przychodów i zysków z tytułu działalności deweloperskiej. Dodatkowo na inwestycję w Koneserze zgodę wyrazić musi jeszcze Ministerstwo Skarbu Państwa.

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy dwie metody. Metodą DCF wyznaczyliśmy wartość 1 akcji BBI Development NFI S.A. na 3,72 zł. Metoda porównawcza do działających w tej samej branży spółek notowanych na GPW dała wycenę na poziomie 3,2 - 5,9 zł. Ostatecznie zdecydowaliśmy się oprzeć na metodzie DCF i zastosować 15% dyskonto ze względu na znaczne ryzyko inwestycji w akcje spółki. Cenę docelową BBI Development NFI S.A. zdecydowaliśmy się wyznaczyć na poziomie na 3,16 zł.

Wyznaczona przez nas cena docelowa uwzględnia konserwatywny scenariusz wzrostu wartości spółki. Uważamy bowiem, że akcje spółki będą bardzo dobrą lokatą kapitału dla inwestorów instytucjonalnych. Pojawienie się nowych akcjonariuszy długoterminowych sprawi, że akcje BBI Development NFI S.A. przestaną być postrzegane jako spekulacyjne, a ich kurs będzie bardziej przewidywalny.

	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)*	0	0	830	1 100	800	840	882	926
EBIT (mln zł)*	-2	-2	334	444	301	317	332	349
Zysk netto (mln zł)*	-2	8	123	161	105	110	116	122
P / E	0	63.39	4.12	3.15	4.83	4.61	4.37	4.16
EPS	-	0.04	0.54	0.70	0.46	0.48	0.51	0.53
EV / EBITDA	-	-	2.88	2.09	2.04	1.45	0.89	0.36
Rentowność sprzedaży	0	0	14.82	14.64	13.13	13.10	13.15	13.17

* w przypadku sprzedaży powierzchni biurowo - handlowej (a nie wynajmu)

Wycena

Wyceny BBI Development NFI S.A. dokonaliśmy dwiema metodami: na podstawie modelu DCF oraz metodą porównawczą. Uważamy, że takie podejście da inwestorom możliwość weryfikacji wartości spółki opartej na naszych prognozach w porównaniu do wartości rynkowej przedsiębiorstw giełdowych działających w tej samej branży.

Wycena metodą porównawczą

Spośród wielu przedstawicieli branży deweloperskiej na GPW zdecydowaliśmy się wybrać do metody porównawczej Dom Development S.A., Gant Development S.A., Globe Trade Center S.A. oraz Echo Investment S.A. Wybór Echa oraz GTC wiąże się z podobnym profilem działalności do BBI Development NFI S.A. – obie firmy realizują projekty zarówno mieszkaniowe, jak angażują się w budowę centrów biurowo – handlowych oraz hoteli. Gant jest, podobnie jak BBI Development, jednym z przedstawicieli „nowej fali deweloperów” na warszawskiej giełdzie, natomiast Dom Development to jeden z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce.

Ponieważ BBI Development NFI S.A. nie zrealizowało jeszcze żadnego projektu deweloperskiego i nie wykazało z tego tytułu żadnych przychodów (dwa najważniejsze projekty zakończą się w roku 2010), zdecydowaliśmy się porównać wartość projektów realizowanych przez poszczególne podmioty. W przypadku BBI Development NFI S.A. wzięliśmy pod uwagę tylko projekty, w których spółka obecnie jest akcjonariuszem – w jej portfelu znajduje się 6 projektów, natomiast w trzech z nich firma uczestniczy tylko jako pożyczkodawca dla realizacji przedsięwzięcia.

Tabela - Wycena BBI Development metodą porównawczą (dane na dzień 16 marca br.).

	Liczba akcji	Cena	Wartość projektów	Wartość projektów / kapitalizacja
Gant Development	11 761 182	79,00	835 700 000	0,90
Echo Investment	42 000 000	109,00	6 257 660 335	1,37
Dom Development	24 560 222	172,00	2 971 305 000	0,70
Mediana	-	-	-	0,99
BBI Development NFI	228 435 320	6,32	1 430 000 000	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wartość jednej akcji spółki wyceniona metodą porównawczą wyniosła 6,32 zł. Biorąc jednak pod uwagę specyficzną konstrukcję umów zawieranych przez BBI Development z firmami realizującymi projekty i uczestniczącymi w podziale zysków (zgodnie z naszymi przewidywaniami udział w zyskach tych podmiotów wyniesie po 50%) zdecydowaliśmy się obniżyć wartość akcji oszacowaną tą metodą do **3,16 zł**.

Dodatkowo porównaliśmy BBI Development NFI S.A. z innymi spółkami giełdowymi w oparciu o prognozowane wartości P/E dla roku 2009 (w tym roku nastąpi realizacja pierwszych projektów przez spółkę). Prognozy wskaźnika P/E dla wybranych firm stanowią średnią z prognoz rynkowych pochodzącą z raportów analitycznych biur maklerskich.

Tabela - Wycena BBI Development metodą porównawczą (dane na dzień 16 marca br.).

	Liczba akcji	Cena	P / E – rok 2009
Gant Development	11 761 182	79,00	6,58
Globe Trade Center	219 372 990	47,75	12,31
Dom Development	24 560 222	172,00	13,79
Mediana	-	-	10,89
BBI Development NFI	228 435 320	5,86	

Źródło: BM BGŻ S.A.,

Metoda porównawcza dała wycenę BBI Development NFI S.A. na poziomie 3,16 - 5,86 zł. Szczególną uwagę warto zwrócić na porównanie potencjału BBI Development NFI S.A. oraz Ganta (który większość projektów deweloperskich również ma przed sobą) – wartość projektów realizowanych przez BBI Development jest o ponad 50% wyższa, natomiast wycena giełdowa jest ... prawie dwa razy niższa.

Wycena DCF

Opierając się na wycenie przy użyciu modelu DCF oszacowaliśmy wartość BBI Development NFI S.A. na około **850 mln zł**, co daje **3,72 zł** za akcję. Ze względu jednak na znaczne ryzyko związane z inwestycją w akcje spółki (brak ostatecznego pozwolenia na zakup fabryki Konesera, pierwsze zrealizowane projekty dopiero w roku 2009) zdecydowaliśmy się nałożyć 15% dyskonto i ustalić ostateczną cenę docelową dla akcji BBI Development NFI S.A. na poziomie **3,16 zł**.

Wycena firmy w oparciu o model DCF sporządzona została w oparciu o następujące założenia:

- dane finansowe na lata 2007 – 2010 na podstawie prognoz BM BGŻ S.A. na podstawie informacji o aktualnie realizowanych przez spółkę projektach,
- dane finansowe na lata 2011 – 2016 na podstawie autorskich prognoz BM BGŻ S.A.,
- w roku 2009 zakładamy zlikwidowanie uprzywilejowania podatkowego narodowych funduszy inwestycyjnych,
- koszt długu – 6,5%,
- efektywna stopa podatkowa – 19%,
- stopa wolna od ryzyka – 5%,
- premia rynkowa kapitału własnego – 5%,
- pozostałe dane niezbędne do obliczenia WACC na podstawie prognoz BM BGŻ S.A. na podstawie informacji o aktualnie realizowanych przez spółkę projektach,
- stopa wzrostu FCFF po roku 2016 – 2,5%.

Zakładamy, że spółka będzie w następnych latach konsekwentnie realizować strategię angażowania się tylko w najbardziej atrakcyjne projekty, na których marża przekracza 20%. Przewidujemy uruchamianie przez spółkę 2 – 3 nowych projektów rocznie.

Przy sporządzaniu wyceny uwzględniliśmy przychody z realizacji projektu Koneser, czyli rewitalizacji i budowy loftów w dawnej fabryce wódek Konser w Warszawie (jak już wspomnieliśmy zgodę na zakup nieruchomości musi jeszcze wyrazić Ministerstwo Skarbu Państwa) oraz przychody z projektu budowy hotelu w Krakowie, który jest obecnie we wstępnej fazie realizacji. Jednak nawet w przypadku rezygnacji, z któregoś z tych przedsięwzięć, BBI Development NFI S.A. posiada bogaty pipeline nowych projektów czekających na realizację.

Przyjęliśmy również założenie, że firma nie zmieni obecnej strategii finansowania projektów inwestycyjnych polegającej na zakupie działki pod inwestycję ze środków własnych oraz finansowaniu projektu w całości poprzez kredyty bankowe.

Przy wyliczaniu przychodów z realizowanych projektów (przy wycenie DCF) założyliśmy, że firma sprzedaje całość powierzchni użytkowej w roku zakończenia inwestycji. Ponieważ BBI Development NFI S.A. stosuje metodę wykazywania przychodów i kosztów dopiero w momencie zamknięcia inwestycji, pierwsze zyski firma wykaże w sprawozdaniach za rok 2009.

Tabela - Wycena DCF.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	0,0	0,0	830,0	1 100,0	800,0	840,2	882,0	926,1	972,4	1 021,0
Koszty operacyjne	0,0	0,0	493,5	654,0	496,0	520,8	546,8	574,2	602,2	633,0
EBIT	-2,0	-2,1	334,3	443,7	301,6	316,6	332,5	349,1	366,6	384,9
Podatek dochodowy	0	0	58,4	76,1	49,8	52,2	54,8	57,6	60,5	63,5
Zyski akcjonariuszy mniejszościowych	0	0	126,3	163,5	107,0	112,4	118,0	123,9	130,1	136,6
NOPLAT	-2,7	7,6	122,9	160,9	105,1	110,3	115,8	121,6	127,7	134,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	-114,0	-201,6	-63,7	36,7	50,2	-32,5	-34,1	-35,8	-37,6	-39,5
FCF	-116,7	-194,0	59,3	197,5	155,3	77,8	81,7	85,8	90,1	94,6

Udział długu	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Koszt długu %	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Koszt długu po opodatkowaniu %	6,50	6,50	5,27	5,27	5,27	5,27	5,27	5,27	5,27	5,27
Stopa wolna od ryzyka %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Premia rynkowa	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Beta lewarowana	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55	5,55
Beta nielewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału %	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56	38,56
WACC	10,47	10,47	9,42	9,42	9,42	9,42	9,42	9,42	9,42	9,42

Wycena										
DFCF	-105,7	-159,0	44,4	135,2	97,1	44,5	42,7	41,0	39,3	37,7
Suma DFCF	217,3									
Wartość rezydualna	1 387,4									
Zdyskontowana wartość rezydualna	553,3									
Wartość DCF	770,7									
Dług oprocentowany	30,0									
Gotówka	52,1									
Emisja akcji	57,1									
Gotówka netto	79,2									
Wartość spółki	850,0									
Liczba akcji	228,4									
Wartość 1 akcji	3,72									

Źródło: BM BGZ S.A

Zakładamy również, że firma będzie preferować sprzedaż (a nie wynajem) powierzchni handlowej i biurowej (dla samej metody wyceny nie ma znaczenia, czy założy się sprzedaż inwestycji w momencie realizacji czy też przychody w formie renty wieczystej z wynajmu). Przy obliczaniu przychodów ze sprzedaży z tego tytułu uwzględniliśmy ceny sprzedaży przewidywane przez BBI Development NFI S.A. Jednak szacunkowa wartość bieżąca renty wieczystej uzyskanej z tytułu wynajmu lokalu w atrakcyjnych miejscach w Warszawie wynosi ok. 15 000 zł (przy założeniu czynszu w wysokości 20 euro za m. kw. miesięcznie oraz yield równej 6,5% - dane pochodzą z raportu firmy analitycznej DTZ), czyli nawet więcej niż ceny sprzedaży przyjęte przez nas w przypadku niektórych projektów.

Analiza wrażliwości

Założenia dotyczące kształtowania się wartości WACC oraz stopy wzrostu traktujemy jako podejście konserwatywne do wyceny BBI Development NFI S.A. Poniżej przedstawiamy teoretyczną wycenę wartości akcji spółki w uzależnieniu od zmiany wskazanych czynników.

Tabela - Analiza wrażliwości.

	stopa wzrostu FCFF w okresie rezydualnym %					
WACC %		1,5	2	2,5	3	3,5
10,5		2,69	2,81	2,94	3,10	3,28
10		2,78	2,90	3,04	3,20	3,39
9,42		2,88	3,01	3,16	3,33	3,53
9		2,97	3,10	3,25	3,42	3,63
8,5		3,07	3,21	3,36	3,55	3,76

Źródło: BM BGZ S.A.

Analiza uzyskanych wyników wskazuje, że nawet przy przyjęciu najmniej optymistycznych wartości WACC oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym istnieje znaczny (ponad 20%) potencjał wzrostu kursu akcji spółki BBI Development NFI S.A. w stosunku do kursu obecnego.

Podsumowanie wyceny

Wycena spółki metodą DCF wyznaczyła wartość akcji BBI Development NFI S.A. na poziomie 3,72 zł. Metoda porównawcza natomiast oszacowała wartość akcji firmy na poziomie 3,16 - 5,86 zł. Ostatecznie zdecydowaliśmy się wziąć pod uwagę wycenę DCF (po narzuceniu 15% dyskonta) ustalić cenę docelową akcji BBI Development NFI S.A. na poziomie **3,16 zł**.

Akcje spółki od początku roku znajdują się w silnym trendzie wzrostowym. W dniu 2 stycznia br. kurs zamknięcia wyniósł 1,28 zł. Do połowy marca br. wartość akcji spółki wzrosła o ponad 75%. Widzimy jednak w dalszym ciągu znaczny potencjał wzrostu i rekomendujemy **kupno akcji spółki BBI Development NFI S.A.**

Informacje o spółce

BBI Development NFI S.A. (<http://www.bbidevelopment.pl>) jest prawnym następcą 12 Narodowego Funduszu Inwestycyjnego Piast. Największym akcjonariuszem spółki jest prywatna spółka inwestycyjna BB Investment Sp. z o.o. (<http://www.bbi.com.pl>) wraz z podmiotem zależnym, BBI Capital S.A., posiadające łącznie 38 585 299 akcji spółki (przed emisją akcji serii C) dające 33,78% głosów. Wśród znacznym akcjonariuszy znajduje się również jedna instytucja finansowa – OPERA TFI S.A. – posiadającą pakiet 6 997 286 akcji (przed emisją akcji serii C) dający 6,13% głosów.

W momencie przejęcia 12 NFI Piast był wehikułem inwestycyjnym posiadającym w portfelu głównie gotówkę. Z dniem 29 grudnia 2006r. firma zmieniła nazwę na BBI Development NFI S.A. i wdrożyła nową strategię inwestycyjną – stała się podmiotem zarządzającym funduszem deweloperskim.

Strategia BBI Development NFI S.A. zakłada angażowanie się tylko w najbardziej atrakcyjne z punktu widzenia stopy zwrotu inwestycje deweloperskie. Portfel inwestycyjny firmy jest unikalny na tle innych spółek giełdowych - realizowane przedsięwzięcia posiadają z reguły atrakcyjne lokalizacje, a zakładany poziom technicznego wykonania będzie oferował produkt z klasy premium. W takim modelu firma powinna z łatwością znaleźć nabywców mieszkań czy powierzchni biurowych, bowiem rynek wykazuje tendencję do przesuwania się popytu w kierunku segmentu inwestycji ekskluzywnych. Geograficzne projekty BBI Development koncentrują się na najbardziej dochodowym rynku warszawskim, choć zarząd spółki nie wyklucza realizacji inwestycji w innych większych miastach Polski – Trójmieście, Wrocławiu czy Poznaniu.

Na potrzeby realizacji każdego z projektów inwestycyjnych powoływane są kolejne spółki celowe w formie spółek komandytowo – akcyjnych (tak aby nie stracić uprzywilejowania podatkowego). BBI Development NFI S.A. jest większościowym akcjonariuszem w każdej z nich (z reguły około 98% udziałów). Firma zapewnia sobie również gwarantowany zwrot z inwestycji i otrzymuje wypłatę z zysku jako pierwsza – przed innymi udziałowcami.

Spółka ma doświadczenie w realizacji „trudnych” projektów. Doskonałym przykładem będzie tutaj inwestycja przy pl. Unii Lubelskiej w Warszawie (dawny Supersam). Atrakcyjnie zlokalizowaną działkę nabyć chciała większość firm deweloperskich działających na warszawskim rynku. Jednak to BBI Development NFI S.A. udało się dojść do porozumienia ze spółdzielcami będącymi właścicielami działki. Spółka zaproponowała spółdzielcom wypłatę rekompensat za utracone korzyści oraz możliwość dalszego prowadzenia działalności w wybudowanym już budynku handlowo – usługowym, gdy tymczasem większość firm była zainteresowana zakupem działki na własność.

Opis projektów realizowanych przez BBI Development NFI S.A.

BBI Development NFI S.A. jest obecnie w trakcie realizacji 6 projektów inwestycyjnych o łącznej powierzchni użytkowej do sprzedaży 130 tys. m. kw.

W przypadku trzech pierwszych projektów wykazanych w tabeli poniżej BBI Development NFI S.A. nie jest akcjonariuszem spółek realizujących je. Firma udzieliła jedynie wysokooprocentowanych pożyczek (ponad 35%) spółkom celowym powołanym do zrealizowania tych projektów. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od zarządu BBI Development NFI S.A., spółka ma jednak możliwość stać się akcjonariuszem w tych projektach, co znacznie zwiększyłoby zyski oraz uwiarygodniło firmę w oczach inwestorów (BBI Development NFI mógłby pochwalić się zrealizowanym już projektem).

Równocześnie firma planuje rozpoczęcie w tym roku dwóch kolejnych projektów. Będą one finansowane w części przez pieniądze pozyskane z emisji akcji serii C. W portfelu BBI Development NFI S.A. może się również znaleźć projekt budowy trzygwiazdkowego hotelu przy ul. Księcia Józefa w Krakowie realizowany obecnie przez powołaną specjalnie w tym celu spółkę celową (spółkę zależną od BBI Investment sp. z o.o.). Szczegółowe informacje na temat nowych projektów firma ma przedstawić w maju br.

Przewidywane ceny sprzedaży pochodzą z szacunków BBI Development NFI S.A. opartych na raportach firm analitycznych dotyczących rynku nieruchomości i wskazują ceny, jakie firma mogła uzyskać ze sprzedaży powierzchni biurowych i mieszkaniowych w wymienionych lokalizacjach na koniec roku 2006. Biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynku nieruchomości w Polsce, rzeczywiste ceny sprzedaży mogą być wyższe, ponieważ firma zamierza sprzedawać powierzchnie biurowe, handlowe czy mieszkaniowe dopiero po ukończeniu inwestycji.

Tabela - Zestawienie projektów realizowanych przez BBI Development NFI S.A.

Projekt	Lokalizacja	Wielkość działki	Powierzchnia użytkowa	Koniec realizacji	Wartość projektu
ul. Kopernika	Warszawa	3 318 m. kw.	8 000 m. kw.	IX 2008	80 000 000
ul. Rynek Nowego Miasta	Warszawa	1 501 m. kw.	2 400 m. kw.	XII 2008	48 000 000
ul. Dolna	Warszawa	2 025 m. kw.	4 000 m. kw.	IX 2008	40 000 000
ul. Bocheńska	Warszawa	14 248 m. kw.	8 000 m. kw.	III 2009	80 000 000
ul. Puławska (SUPERSAM)	Warszawa	12 753 m. kw.	50 000 m. kw.	XII 2009 – I 2010	750 000 000
ul. Ząbkowska (KONESER)	Warszawa	47 988 m. kw.	60 000 m. kw.	XII 2010	600 000 000
ŁĄCZNIE			132 400 m. kw.		1 598 000 000

Źródło: BBI Development NFI S.A., BM BGŻ

Pierwszym ze zrealizowanych projektów, w którym BBI Development NFI S.A. jest akcjonariuszem w spółce celowej ten projekt realizującej, będzie budowa kompleksu budynków apartamentowych przy ul. Bocheńskiej (na Mokotowie) w Warszawie. Przewidywana łączna powierzchnia użytkowa do sprzedaży wyniesie około 8 tys. m. kw. (w większości PUM), a oczekiwana cena sprzedaży to 10 000 zł za m. kw. Zakończenie projektu przewidziane jest na pierwszy kwartał roku 2009.

Tabela - Zyskowność projektów realizowanych przez BBI Development NFI S.A. (w mln zł).

	ul. Bocheńska	ul. Puławska	ul. Ząbkowska
Realizacja projektu	2007 - 2009	2007 - 2009	2007 - 2010
Przychody ze sprzedaży	80,0	750,0	600,0
Koszty operacyjne	53,5	440,0	344,0
EBIT	26,5	310,0	256,0
Koszty finansowe	2,2	22,4	17,4
Podatek	4,6	54,6	45,3
Zysk na realizacji projektu	19,7	233,0	193,3
Zysk BBI Development NFI S.A.	9,9	116,5	96,6

Źródło: BBI Development NFI S.A., BM BGŻ

Sztandarowe projekty realizowane przez BBI Development NFI S.A., czyli inwestycje przy ul. Puławskiej oraz ul. Żąbkowskiej, zakończą się około roku 2010. Jak już wspomnieliśmy realizacją inwestycji przy ul. Puławskiej (a dokładniej na pl. Unii Lubelskiej) zainteresowana była większość firm działających na rynku budowlanym. Tymczasem porozumienie zawarte między BBI Development NFI S.A. oraz spółdzielcami zakłada, że spółka nie będzie w ogóle musiała wykładać pieniędzy na zakup nieruchomości. Jej początkowe koszty ograniczą się do wybudowania przejściowej hali targowej dla spółdzielców oraz wypłacenia im rekompensat za utracone korzyści. Obecnie prowadzony jest konkurs architektoniczny, w wyniku którego wyłoniony zostanie projekt, który stanie się podstawą wniosku o wydanie decyzji o pozwoleniu na budowę.

Przewidywana łączna powierzchnia użytkowa do sprzedaży w tym projekcie ma wynieść około 50 tys. m. kw. (będzie to w większości powierzchnia handlowa i biurowa). Oczekiwana cena sprzedaży za m. kw. wynosi 15 000 zł (i jest równa szacunkowej wartości renty wieczystej uzyskanej z tytułu wynajmu lokalu przy założeniu czynszu w wysokości 20 euro miesięcznie).

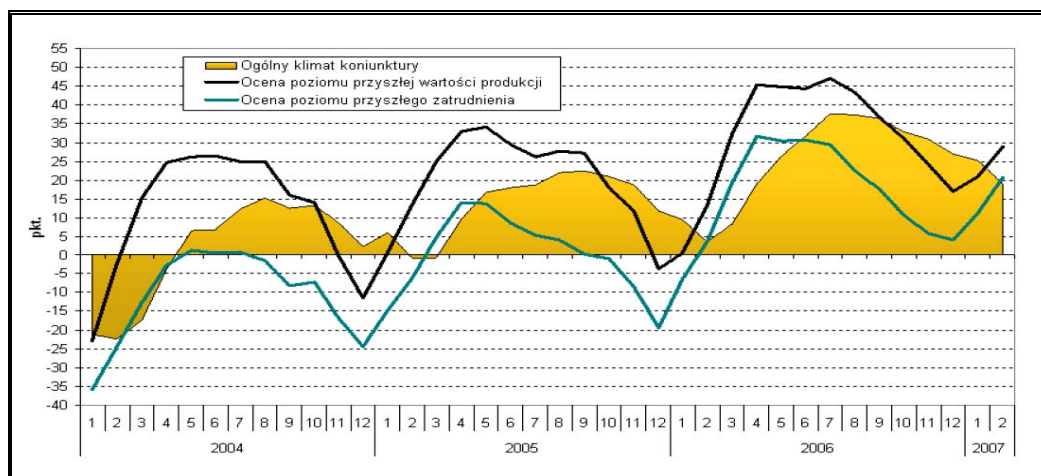
Bardzo atrakcyjnie wygląda również projekt rewitalizacji i budowy loftów w byłej fabryce wódek Koneser na warszawskiej Pradze. Kilukrotnie ogłaszany i anulowany przetarg wygrał ostatecznie BBI Development NFI S.A. proponując za zakup fabryki kwotę nieco ponad 60 mln zł. Powstać ma tam wielofunkcyjny kompleks budynków o łącznej powierzchni użytkowej do sprzedaży wynoszącej około 60 tys. m. kw. Przewidywana cena sprzedaży za m. kw. wynieść na około 10 000 zł.

Około 20 tys. m. kw. w nowo powstałym kompleksie stanowić będzie powierzchnia użytkowa mieszkań (lofty). Podobną inwestycją cieszącą się ogromnym powodzeniem realizuje w Łodzi (projekt „U Scheiblera”) przygotowująca się obecnie do debiutu na GPW australijska firma Opal Property Development. Realizacja projektu przy ul. Żąbkowskiej będzie natomiast jednym z pierwszych tego typu w Warszawie.

Analiza branży

Działalność w branży deweloperskiej BBI Development NFI S.A. rozpoczął w roku 2006, który przyniósł boom na rynku budowlanym. Dane o koniunkturze w przemyśle budowlanym pozwalają wierzyć, że boom ten może nawet przyspieszyć ze względu na lepsze wykorzystanie przez przedsiębiorstwa dopłat z UE. Według danych GUS ogólny klimat koniunktury w budownictwie w lutym br. wyniósł 19,0 pkt (był niższy niż w styczniu – 25 pkt) i był na najwyższym poziomie w analogicznym miesiącu od 9 lat. Zdaniem ekspertów hossa na rynku budowlanym może potrwać jeszcze nawet 5 lat.

Rysunek - Wybrane wskaźniki koniunktury w budownictwie.



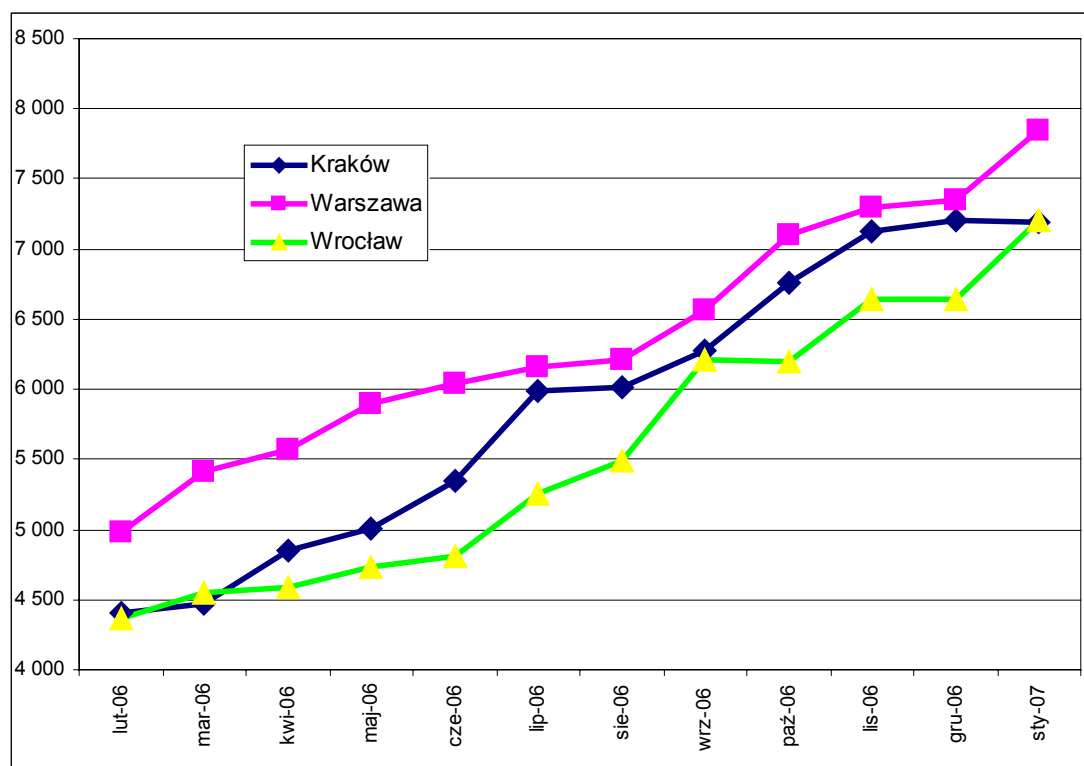
Źródło: Bank BGŻ S.A., GUS

Szczególnie atrakcyjnym sektorem w porównaniu do innych obszarów działalności w branży budowlanej stała się w ostatnim czasie deweloperka. Dzięki szybkiej dynamice wzrostu cen mieszkań znacznie wzrosła rentowność firm działających w tym sektorze (wzrost rentowności do około 20 – 25%). Oczywiście najlepsza sytuacja panuje w największych miastach polskich, w tym np. na rynku warszawskim – największym i wciąż najbardziej dynamicznie się rozwijającym.

Ze względu na znaczną przewagę popytu nad podażą (według danych spisu powszechnego z roku 2002 deficyt mieszkań liczony jako różnica między liczbą gospodarstw domowych a liczbą zamieszkałych lokali wyniósł ok. 1,5 mln lokali) w roku 2006 dynamicznie rosła średnia cena sprzedaży 1 m. kw. mieszkania w największych miastach Polski. Wzrost cen mieszkań spowodowany jest nie tylko przez szybki wzrost gospodarczy (a co za tym idzie wyższe zarobki) oraz niskie stopy procentowe (dynamiczny przyrost wartości udzielanych kredytów hipotecznych), ale także przez zakupy inwestycyjne (pod wynajem), co zmniejsza podaż mieszkań na rynku pierwotnym.

Najwyższe średnie ceny mieszkań w Polsce są na rynku warszawskim, na którym przede wszystkim działa BBI Development NFI S.A. Od lutego 2006 do stycznia 2007 średnia cena metra kwadratowego mieszkania w stolicy wzrosła o 57%. Jeszcze wyższe wzrosty zanotowano w Krakowie i Wrocławiu – ponad 63%. Jednak według specjalistów z Polskiej Federacji Rynku Nieruchomości w następnych latach wzrost cen mieszkań będzie znacznie niższy – ustabilizuje się w granicach 10 – 15% (choć w samej Warszawie mogą wystąpić istotne różnice we wzrostach cen w poszczególnych dzielnicach).

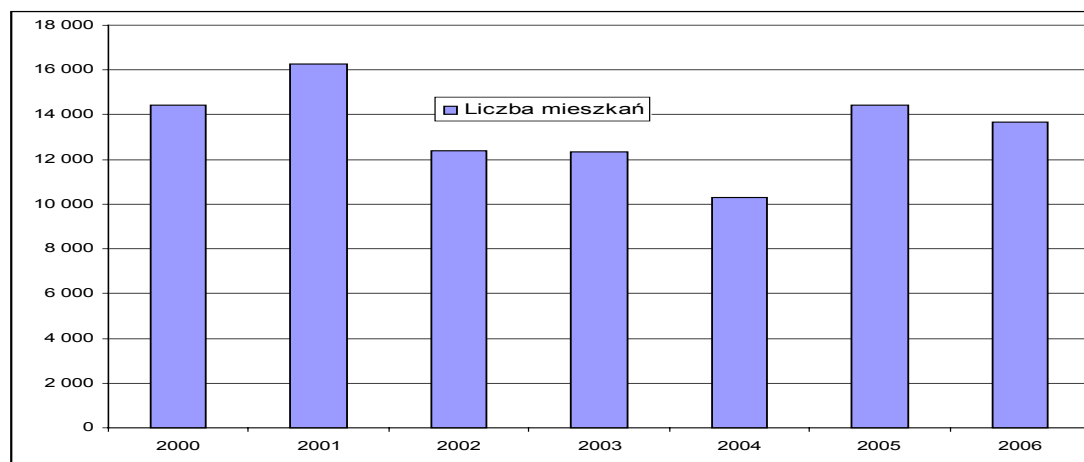
Rysunek - Średnia cena mieszkań w wybranych miastach Polski w roku 2006.



Źródło: redNet Property Group

Możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków przyciąga kolejnych inwestorów zagranicznych i krajowych. Coraz więcej firm giełdowych planuje lub już rozpoczęło projekty deweloperskie. Coraz większa konkurencja oraz wzrastająca liczba nowych pozwoleń na budowę powinny przyczynić się do osłabienia tempa wzrostu cen mieszkań. W związku z rosnącą podażą, cenami zakupu gruntów pod budowę oraz samymi kosztami budowy rentowność projektów w najbliższych latach będzie stopniowo spadać, choć w dalszym ciągu uzyskiwane marże będą atrakcyjne na tle innych branż.

Rysunek - Liczba mieszkań oddanych do użytku w Warszawie.



Źródło: GUS

Analitycy nie są zgodni, jak na przyszłość branży nieruchomości w Polsce wpłynie załamanie się koniunktury w tym segmencie gospodarki w USA. Pojawiają się głosy, że nawet 30% popytu na nieruchomości w naszym kraju pochodzi od inwestorów zagranicznych, którzy w obliczu nienajlepszych nastrojów na rynku amerykańskim mogą się skłaniać ku realizacji zysków z inwestycji w Polsce. Z drugiej jednak strony istnieje ogromna luka popytowa, za którą nie nadąża podaż (w ostatnich kilku latach na rynku warszawskim oddawano do użytku tylko około 10 – 15 tys. mieszkań). W roku 2006 banki udzieliły kredytów hipotecznych o wartości nieco ponad 40 mld zł. W roku bieżącym kwota ta ma wzrosnąć nawet o 25%. Zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych wynosi około 8% PKB, co jest wskaźnikiem kilka razy niższym niż w Europie Zachodniej.

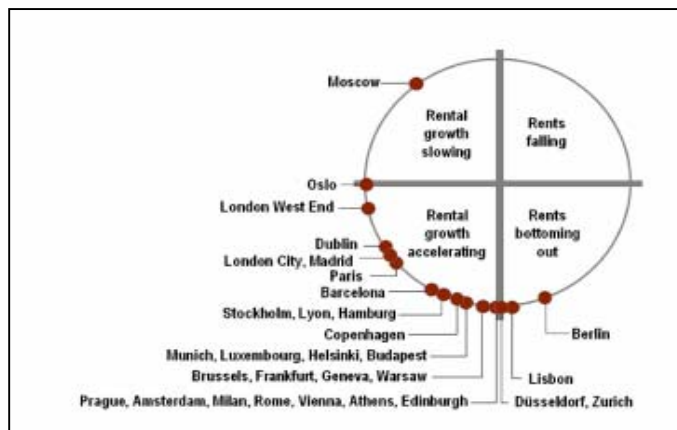
Patrząc w perspektywie kilku najbliższych lat spodziewamy się stopniowego ochładzania koniunktury w budownictwie mieszkaniowym. Wpływ na to mogą mieć nie tylko realizacja zysków przez inwestorów zagranicznych, ale również możliwe kłopoty banków z „bardziej ryzykownymi” klientami biorącymi kredyty hipoteczne (obecnie banki dotarły prawdopodobnie tylko do większości najlepiej sytuowanych). Przewidujemy spadek tempa wzrostu cen mieszkań do około 15% rocznie i ich ustabilizowanie się za około 5 – 7 lat.

Na zyski BBI Development NFI S.A. poza koniunkturą w segmencie mieszkaniowym silny wpływ będzie miała również sytuacja na rynku powierzchni biurowo – handlowych. Na rynku tym boom jest dopiero oczekiwany. Według raportu Cushman & Wakefield z roku 2006, Polska znajduje się na drugim miejscu wśród państw, w których powstanie największa liczba centrów handlowo – biurowych.

Według raportu PricewaterhouseCoopers z roku 2004 czynsze za powierzchnie magazynowe w Polsce są o 30 do 50% niższe w porównaniu do innych krajów naszego regionu. Cykl zmiany wartości czynszów opracowany przez Jonem Lang LaSalle (z września roku 2006) plasuje Warszawę blisko godziny 6, co oznacza wzrost cen w kolejnych latach.

Firma analityczna DTZ oszacowała, że popyt na powierzchnie biurowo – handlowe w roku 2006 przekroczył 300 000 m. kw., a odsetek niewynajętych powierzchni pod koniec roku 2006 spadł do poziomu 8% - najniższego od połowy lat 90-tych. Ceny za wynajem m. kw. powierzchni biurowo – handlowej w centrum Warszawy wahały się w granicach 20 – 22 euro, natomiast na obrzeżach stolicy wynosiły około 14 – 16 euro. Autorzy raportu stwierdzają, że oferujący powierzchnie do wynajęcia nie tylko przestali oferować specjalne zachęty dla wynajmujących, ale równocześnie zaczęli podnosić ceny za wynajem. Zdaniem analityków DTZ trend ten ma się w najbliższych latach utrzymać.

Rysunek -Cykl zmiany czynszów Jones Lang LaSalle.



Źródło: prezentacja BBI Development NFI S.A.

W pierwszej połowie roku 2006 dokonano tylko 9 transakcji sprzedaży centrów biurowo – handlowych w Warszawie. Najbardziej spektakularną był zakup kompleksu budynków na lotnisku Okęcie przez BPH FIZ Sektora Nieruchomości za ponad 130 mln euro. Zdaniem analityków DTZ podobnych transakcji w najbliższych latach może być więcej.

Prognozy

Tabela - Rachunek zysków i strat (w mln zł).

	2007	2008	2009	2010	2011
Przychody ze sprzedaży	0	0	830	1 100	800
Koszty wytworzenia	0	0	493	634	496
Zysk brutto ze sprzedaży	0	0	336	466	304
EBIT	- 2	-2	334	443	301
Koszty finansowe	4	1	26	43	39
Zysk brutto	-2	7	307	400	261
Podatek dochodowy	0	0	58	76	49
Zyski akcjonariuszy mniejszościowych	0	0	126	163	107
Zysk netto	-2	7	122	160	105

Źródło: BM BGŻ S.A.

Sporządzone przez nas prognozy oparte są o dane o wartości realizowanych przez spółkę inwestycji. Jak już wspominaliśmy, założyliśmy, że firma będzie preferować całkowitą sprzedaż zrealizowanych projektów oraz że firmie uda się sprzedać cały projekt w roku, w którym zostanie on ukończony. Przyjęcie takich założeń nie będzie miało wielkiego wpływu na samą wycenę metodą DCF natomiast może mieć wpływ na opracowane przez nas na tej podstawie sprawozdania finansowe spółki w kolejnych latach w przyszłości.

Zakładamy również, że firma będzie realizować 2 – 3 nowe projekty w latach 2011 – 2016. Przyjeliśmy, że średnia wartość przychodów tych projektów w roku 2011 będzie nieznacznie niższa niż w latach 2009 – 2010, ale powinna wzrastać w tempie około 5% rocznie w latach kolejnych.

Tabela - Bilans (w mln zł)

	2007	2008	2009	2010	2011
Aktywa trwałe	25	2	0	0	0
Aktywa obrotowe	115	321	534	624	741
w tym zapasy	114	315	379	342	29
w tym gotówka	0	4	155	281	448
SUMA AKTYWÓW	141	324	534	624	741
Kapitały własne	111	148	406	388	439
Zobowiązania	30	175	128	235	247
SUMA PASYWÓW	141	324	534	624	741
SUMA BILANSOWA	141	324	534	624	741

Źródło: BM BGŻ S.A.

Tabela - Rachunek cash flow (w mln zł)

	2007	2008	2009	2010	2011
Cash flow z działalności operacyjnej	-111	-194	60	197	155
Cash flow z działalności inwestycyjnej	2	12	0	0	0
Cash flow z działalności finansowej	87	185	91	-71	11
Przepływy pieniężne netto	-21	3	151	125	167
Środki pieniężne na koniec okresu	0	4	155	281	448

Źródło: BM BGŻ S.A.

Tabela - Wskaźniki finansowe.

	2007	2008	2009	2010	2011
Zmiana sprzedaży	-	-	-	32,53	-27,27
Zmiana EBIT	-	-	-	32,72	-32,03
Zmiana zysku netto	-	-	1 511,58	30,86	-34,68
Marża zysku na sprzedaży	-	-	40,54	40,55	38,00
Marża EBIT	-	-	40,28	40,33	37,70
Marża netto	-	-	14,81	14,62	13,14
EPS	-	0,03	0,54	0,70	0,46
ROE	-	5,13	30,21	41,38	21,28

Źródło: BM BGŻ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ S.A. przyjął następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Jest możliwe, że BM BGŻ S.A. świadczył, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.

Historia rekomendacji

data rekomendacji	typ rekomendacji	kurs w dniu rekomendacji	czas ważności rekomendacji

BIURO MAKLESKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

POK oraz internetowy serwis transakcyjny

bmBGŻ.net