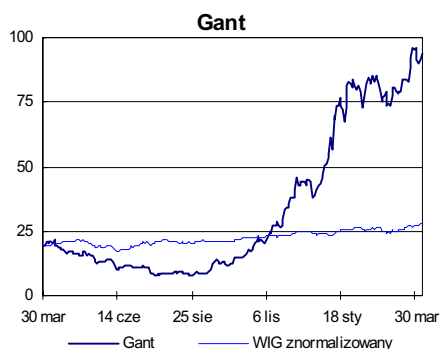


Raport
analityczny

Gant

Kupuj
138,00 zł

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	101,50
kurs docelowy (zł)	138,00
wycena DCF (zł)	130,28
min 52 tyg (zł)	7,80
max 52 tyg (zł)	101,50
kapitalizacja (mln zł)	1 247,15
EV (mln zł)	1 177,16
liczba akcji (mln szt.)	12,29
free float	37,5%
free float (mln zł)	467,19
śr. obrót/msc (mln zł)	213,24

Zmiana kursu	Gant	WIG
1 miesiąc	26,0%	13,0%
3 miesiące	71,5%	17,5%
6 miesięcy	537,9%	29,4%
12 miesięcy	355,8%	41,2%

Akcjonariat	% akcji i głosów
K. Antkowiak	22,73 26,93
MED.	12,75 10,59
M. Bieliński	7,52 6,24
E. Sjöblom	6,93 5,76
J. Konopka	4,03 6,11

Poprzednie rekom.	data	kurs
Kupuj	2007-01-11	56,80

Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analitik:
Michał Sztabler
tel. (0-22) 521-79-13
e-mail: michał.sztabler@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

❑ Prognoza 2006 r. zrealizowana z nawiązką

Ostatecznie wyniki finansowe Ganta za 2006r. okazały się lepsze od prognoz zarządu oraz naszych szacunków. Z raportu za IV kwartał wynika, że choć całoroczna sprzedaż okazała się trochę niższa (1.393 mln zł), to zysk przekroczył plany o prawie 30% i wyniósł 23,2 mln zł. Niższe przychody wynikały głównie z niższych wpływów z działalności kantorowej (zamiast 1,4 mld zł Gant zanotował 1,355 mld zł). Z kolei wyższy zysk netto jest efektem zwiększenia dochodów z tytułu przeszacowania majątku.

❑ Nowe projekty mieszkaniowe

Od momentu wydania naszego ostatniego raportu nt. Ganta portfel inwestycji spółki powiększył się o 6 nowych projektów liczących ponad 1.200 mieszkań i domów o łącznej powierzchni do sprzedaży wynoszącej ok. 90 tys. mkw. i o wartości 450 mln zł. Do końca I półrocza br. pojawić się mogą kolejne projekty o powierzchni do 200 tys. mkw. PUM. Według naszych szacunków łączna wartość tych inwestycji wynieść może nawet 1.440 mln zł., przy terminach realizacji 2007-2009 r.

❑ Nowe emisje akcji

W bieżącym roku Gant przeprowadził już 2 emisje akcji (seria I oraz K), adresowane do wybranych osób fizycznych. Obecnie przeprowadzana emisja akcji serii J ma charakter publiczny i służy pozyskaniu środków finansowych na nowe inwestycje. Jej efekty nie zostały ujęte w naszych prognozach.

❑ Zmiana zasad rachunkowości

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Gant zmienił zasady rachunkowości i obecnie wynik na projektach mieszkaniowych wykazywany jest na bieżąco w trakcie trwania inwestycji (podobnie jak robi to Dom Developemnt). Wpłynęło to na zmianę naszych prognoz finansowych, choć nie miało istotnego znaczenia dla wyceny metodą DCF.

❑ Zmiana prognoz finansowych

Z uwagi na zmianę polityki rachunkowości, a także pojawienie się nowych projektów oraz korekty w parametrach finansowych i terminach realizacji wcześniej opisanych inwestycji, zdecydowaliśmy się na zmianę naszych prognoz finansowych. Szacunki na rok 2007 nie odbiegają istotnie od oczekiwań zarządu (nieco wyższy zysk przy niższych przychodach ze sprzedaży).

❑ Wycena i rekomendacja

Na wycenę Ganta składa się wycena działalności deweloperskiej oraz finansowej. Wpływ biznesu finansowego jest naszym zdaniem znikomy, a jego wartość wynosi jedynie 9,2 mln zł, tj. 0,75 zł na 1 akcję. Całą spółkę wyceniamy na ok. 1,6 mld zł. Na koniec roku określiliśmy wartość 1 akcji Ganta na 138 zł i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	1 217,53	1 393,16	1 765,10	2 067,81	2 588,93
EBITDA	3,56	42,23	110,75	217,27	382,85
EBIT	2,95	41,13	108,55	214,96	380,43
Zysk netto	1,48	23,18	85,73	151,84	273,84
EPS (zł)	0,61	2,11	6,98	12,36	22,29
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,86	2,22	7,16	12,55	22,48
P/E	-	48,00	14,55	8,21	4,55
P/BV	18,99	14,24	6,60	3,66	2,03
EV/EBITDA	76,10	26,90	11,47	5,85	3,32

p - prognoza DM PKO BP S.A.



1. Wycena spółki i rekomendacja

Na wycenę Ganta składa się wycena działalności deweloperskiej oraz finansowej. Aby wyodrębnić wartość samego biznesu deweloperskiego pomniejszyliśmy wycenę całej spółki (otrzymaną z modelu DCF) o wartość biznesu kantorowego.

działalność	wycena	na 1 akcję
deweloperka	1 591,55	129,53
sieć kantorów	9,20	0,75
RAZEM Gant	1 600,75	130,28

Na koniec roku określiliśmy wartość 1 akcji Ganta na 138 zł, co przy bieżącym kursie giełdowym daje ok. 40-proc. potencjał wzrostu. Dlatego pomimo wzrostu kursu akcji spółki od momentu wydania naszej ostatniej rekomendacji o prawie 100% podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

1.1. Wycena całej spółki

Wycena Ganta została sporządzona na podstawie modelu DCF. Założenia modelu:

- Dane finansowe na podstawie prognoz DM PKO BP
- Stopa wolna od ryzyka = 5,5%
- Premia rynkowa dla kapitału własnego = 5%
- Beta = 1,0
- Realna stopa wzrostu FCF po okresie prognozy = 2%
- Ilość akcji = 12.287 tys. szt. (bez uwzględnienia przeprowadzanej wkrótce nowej publicznej emisji akcji o wielkości ok. 1,9 mln szt.)

Wycena DCF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prognozowana wartość DCF										
EBIT (mln zł)	109	215	380	343	227	244	251	263	276	290
efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
opodatkowanie EBIT (mln zł)	21	41	72	65	43	46	48	50	52	55
NOPLAT (mln zł)	88	174	308	278	184	197	203	213	224	235
amortyzacja (mln zł)	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
CAPEX (mln zł)	1	2	2	2	3	3	3	3	3	3
inwestycje w kapitał obrotowy (mln zł)	148	247	435	5	46	34	49	52	54	57
FCF (mln zł)	-59	-73	-127	273	138	164	154	162	170	178
Kalkulacja WACC										
Dług (proc)	33,2	29,6	26,6	4,4	3,6	3,3	3,2	3,0	2,9	2,8
inflacja średnioroczna (proc.)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
stopa wolna od ryzyka	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
premia rynkowa kapitału własnego (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt długu przed opodatkowaniem (proc.)	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
koszt kapitału własnego (proc.)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
WACC	8,8	9,0	9,1	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,4
Wycena										
DFCF (mln zł)	-54	-62	-98	192	88	94	80	77	73	69
Suma DFCF (mln zł)	460									
wartość rezydualna (mln zł)	3 181									
zdyskontowana wart. rezyd. (mln zł)	1 237									
wartość DCF (mln zł)	1 696									
dług netto (mln zł)	76									
w tym dług oprocentowany (mln zł)	90									
w tym gotówka i porównywalne (mln zł)	15									
wartość bez długu (mln zł)	1 620									
nieoperacyjne - udział ME w Pod Fortem 2	-58									
liczba akcji (mln szt.)	12,287									
Wycena na 1.01.07 (zł)	127,18									
Wartość 1 akcji na dziś (zł)	130,28									

Źródło: Dom Maklerski PKO BP S.A.

1.2. Wycena działalności finansowej (sieć kantorów wymiany walut)

Zakładamy, że spółce nie uda się sprzedać biznesu kantorowego i będzie on prowadzony do momentu wprowadzenia w Polsce euro. Przyjęliśmy, iż nastąpi to w 2011r. Wartość tej działalności określiliśmy jako bieżąca wycenę strumienia zysków przez nią generowanych powiększonych o wartość likwidacyjną.

Założenia do modelu:

- Roczny dochód = 1,5 mln zł,
- Liczba okresów = 5 (lata 2007-2011),
- Wartość likwidacyjna = 5 mln zł (wg szacunków Zarządu Ganta),
- Oczekiwana stopa zwrotu $r = 10\%$

Bieżąca wartość 5-letniego strumienia zysków wynosi 6,1 mln zł, natomiast zdyskontowana na dziś wartość likwidacyjna to 3,1 mln zł. Łącznie wyceniamy biznes kantorowy na 9,2 mln zł, czyli ok. 0,75 zł na 1 akcję Ganta.

1.3. Wycena działalności deweloperskiej

Jak już wcześniej wspomnieliśmy, wartość projektów mieszkaniowych oszacowaliśmy odejmując od wyceny całej firmy wartość biznesu kantorowego. Wg naszych wycen działalność finansowa ma znikomą wartość, stąd niemal cała wartość firmy skupiona jest w działalności deweloperskiej. Wyceniamy ją na 1.592 mln zł, tj. ok. 130 zł na 1 akcję Ganta.

1.4. Porównanie z innymi deweloperami

Pod względem specyfiki działalności (zysk pochodzi głównie ze sprzedaży mieszkań), spółką najbliższą Gantowi jest Dom Development (DD). Poniżej prezentujemy prognozowane wskaźniki dla DD wraz z implikowaną wyceną Ganta. W celu jeszcze lepszego dopasowaniu obu firm skorygowaliśmy zyski Ganta o dochody z tytułu przeszacowania majątku (wynik nie-gotówkowy) i ponownie wyceniliśmy na podstawie wskaźników prognozowanych dla DD. Z uwagi na brak szerszej grupy porównawczej nie użyliśmy tej metody do wyceny akcji Ganta, a jedynie dla zobrazowania obecnego niedoszacowania jego akcji.

	Ticker	P/E			EV/EBITDA		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009
Dom Development	DOM PW	22,81	17,01	14,11	19,00	14,49	12,01
Wycena 1 akcji GNT	GNT PW	159,14	210,23	314,50	165,11	250,03	368,07
Wycena 1 akcji GNT - skor.	GNT PW	135,51	210,23	314,50	143,00	250,03	368,07

Źródło: DM PKO BP

2. Wyniki 2006 r.

Ostatecznie wyniki finansowe Ganta za 2006r. okazały się lepsze od prognoz zarządu oraz naszych szacunków. Zarząd spodziewał się, że przy 1.436 mln zł przychodów Gant osiągnie wynik netto na poziomie 18,1 mln zł. Nasze szacunki były zbliżone: 1.436 mln zł przychodów i 17,8 mln zł zysku netto. Tymczasem z raportu za IV kwartał wynika, że choć sprzedaż okazała się trochę niższa (1.393 mln zł), to zysk przekroczył plany o prawie 30% i wyniósł 23,2 mln zł. Niższe przychody wynikały głównie z niższych wpływów z działalności kantorowej (zamiast 1,4 mld zł Gant zanotował 1,355 mld zł). Z kolei wyższy zysk netto jest efektem zwiększenia dochodów z tytułu przeszacowania majątku.



[mln zł]	2005	2006	zmiana
Sprzedaż, w tym	1217,5	1393,2	14,4%
- działalność kantorowa	1215,2	1355,2	11,5%
- działalność deweloperska	2,3	34,2	1389,4%
Zysk brutto na sprzedaży	8,4	15,8	89,2%
rentowność	0,7%	1,1%	+0,4 p.p.
Zysk operacyjny	2,9	41,1	1295,6%
rentowność	0,2%	3,0%	+2,8 p.p.
EBITDA	3,6	42,2	1085,7%
rentowność	0,3%	3,0%	+2,7 p.p.
Zysk netto	1,5	23,2	1463,8%
rentowność	0,1%	1,7%	+1,6 p.p.

Źródło: Gant Development S.A., DM PKO BP

Kilka pozycji z rachunku wyników wymaga komentarza:

1. Poprawa rentowności jest ewidentną zasługą zwiększenia aktywności na rynku deweloperskim. Zgodnie z prezentowanym przez Ganta w raporcie kwartalnym zestawieniem wyników poszczególnych segmentów branżowych, wynik operacyjny na działalności kantorowej wyniósł 2,5 mln zł (marża EBIT = 0,2%), a na działalności deweloperskiej (łącznie sprzedaż i wynajem) aż 37,5 mln zł (marża EBIT = 109%, wyższy zysk od przychodów wynika z nieujęcia sprzedaży części mieszkań w przychodach, a jedynie w zysku operacyjnym jako przeszacowanie wartości, o czym szerzej piszemy w następnym punkcie).

2. Pozycja „pozostałe przychody/koszty operacyjne”. Jej saldo wyniosło ok. 33 mln zł (rok wcześniej oscylowało w okolicach 0). Znajdują się w niej zyski z tytułu przeszacowania majątku pozostającego na stanie Ganta lub spółek z jego grupy (spółka czerpie dochody z tytułu ich wynajmu). Pozycja ta miała decydujący wpływ na ubiegłoroczny zysk i stanowiła ok. 80% zysku Ganta przed podatkiem i zyskami mniejszości.

Wzrost znaczenia deweloperki w działalności spółki widoczny jest także w jej nazwie. Styczniowe WZA spółki zmieniło jej nazwę z Gant S.A. na Gant Development S.A., aby podkreślić jej deweloperski charakter i odróżnić o Ganta kantorowego, z czym, z uwagi na historyczne uwarunkowania, spółka jest wciąż kojarzona.

3. Nowe inwestycje

Od momentu wydania naszego ostatniego raportu nt Ganta, spółka pozyskała do realizacji kilka nowych projektów mieszkaniowych: Pod Fortem 2 w Krakowie, Gorlicka we Wrocławiu, oraz projekty pozyskane przy okazji zakupu firmy Blockpol II - Krzycka, Pomorska i Stabłowice (wszystkie we Wrocławiu). Spółka planuje także rozpoczęcie pierwszego projektu domów jednorodzinnych, zlokalizowanych w miejscowości Bolesławiec, ok. 45 km od granicy niemieckiej (ok. 100 jednostek, ok. 25 tys. PUM). Ponadto zmianie uległy parametry niektórych inwestycji już wcześniej omawianych (oczekiwane ceny sprzedaży oraz marże, terminy realizacji). W przypadku projektu Pod Fortem 1 w Krakowie Gant stał się jedynym akcjonariuszem spółki celowej, odkupując 49% od Mostostal Export (łącznie koszt wyniósł ok. 32 mln zł, czego 16 mln zapłacił Mostostalowi bezpośrednio, a drugie 16 mln stanowiło zwiększenie wynagrodzenia dla generalnego realizatora inwestycji, którym też jest ME; wg naszych szacunków zysk na tej transakcji wyniesie ok. 5 mln zł). Poniżej prezentujemy zestawienie realizowanych oraz planowanych inwestycji z uwzględnieniem nowych projektów (zaznaczonych kursywą).

Obecnie w trakcie realizacji oraz w planach jest budowa ponad 4,5 tys. mieszkań/domów o łącznej powierzchni ok. 250 tys. mkw. i szacowanej przez nas wartości 1,3 mld zł. Z tego nowe projekty to 1.235 mieszkań/domów o powierzchni 90,3 tys. mkw. i wartości 446 mln zł. Największe są inwestycje: katowicka Pod Spodkiem (1.500 mieszkań, 60 tys. mkw. PUM, wartość 300 mln zł) i krakowska Pod Fortem 2 realizowana wspólnie z Mostostalem Export (800 mieszkań, 47 tys. mkw. PUM, 280 mln zł). Ten drugi projekt jest nowym pomysłem Ganta i nie był przez nas uwzględniony w poprzednim raporcie.



projekt	spółka celowa	lokalizacja	liczba lokali	PUM	początek realizacji	koniec realizacji	spodziewana cena	wartość projektu
REALIZOWANE								
Przy Kaszubskiej	Przy Kaszubskiej	Wrocław	113	5 700	I 2006	VII 2007	5.400	30 780
Pod Fortem 1	Pod Fortem	Kraków	430	25 880	VII 2006	VI 2008	5.200	150 104
Krzycka	Blockpol II	Wrocław	38	2 100	IX 2006	VIII 2007	5.450	11 445
Pomorska	Blockpol II	Wrocław	29	2 100	I 2007	VI 2007	7.600	14 700
PRZYGOTOWYWANE								
Rynek 60	Gant60	Wrocław	50	2 400	VI 2007	XII'07-IV'08	15.000-20.000	40 000
Przyjaźni	Gant11	Wrocław	50	2 000	IX 2007	XII 2008	6.000	13 000
Kamienna	Kamienna 105	Wrocław	250	13 000	V 2007	XII 2008	6.500	84 500
Opolska 1	Kąty-1	Wrocław	400	17 000	IV 2007	IX 2008	6.000	96 900
Bystrzycka	TBI	Wrocław	230	10 593	III 2008	VIII 2009	6.000	60 380
Polanica	Bielprojekt	Polanica Zd.	150	7 000	I 2008	VI 2009	5.000	30 100
Spodek	Przy Spodku	Katowice	1 500	70 000	I 2008	XII 2009	5.000	326 667
Opolska 2	Kąty-1	Wrocław	120	5 000	X 2007	XII 2008	6.000	28 500
Bolesławiec - domy	Kozia Górka	Bolesławiec	100	25 000	VII 2007	XII 2009	2.500	62 500
Pod Fortem 2	Pod Fortem -2	Kraków	800	47 000	III 2008	XII 2009	6.000	282 000
Stąbłowice	Blockpol II	Wrocław	200	10 000	VII 2007	XII 2008	3.850	55 000
Gorlicka	Gorlicka	Wrocław	68	4 150	IV 2007	IX 2008	7.500	20 750
RAZEM			4 528	248 923				1 307 326

Źródło: Gant Development S.A., DM PKO BP

Spółka negocjuje zakup kolejnych gruntów (ewentualnie firm deweloperskich dysponujących projektami mieszkaniowymi na różnym etapie realizacji) rozszerzając swoją działalność o kolejne rynki dużych miast: Gdańsk oraz Warszawę. Do końca I półrocza br. w portfolio Ganta pojawić się mogą nowe projekty o łącznej powierzchni 175-207 tys. mkw. PUM, w tym ok. 100 tys. mkw. w Gdańsku (kilka projektów) oraz 44 tys. mkw. w Warszawie (2 projekty). Według naszych szacunków łączna wartość tych inwestycji wynieść może 1.250-1.440 mln zł, przy terminach realizacji 2007-2009 r. Nowe projekty finansowane mają być przede wszystkim ze środków z emisji publicznej.

4. Emisje akcji

W bieżącym roku Gant przeprowadził już 2 emisje akcji (seria I oraz K) i wkrótce planowana jest trzecia (seria J). W pierwszym przypadku emisja adresowana była do konkretnych osób w zamian za przejęcie aktywów (udziałów w firmie deweloperskiej), podobnie jak miało to miejsce przy emisjach z końca 2006 r. - dla MED za udziały w Budopolu oraz dla 2 osób fizycznych za udziały w spółce Kąty-1. Stanowiła więc przykład finansowania inwestycji przez emisję kierowaną. Kolejna emisja wynikała z realizacji programu motywacyjnego dla kadry kierowniczej. Najnowsza emisja ma charakter publiczny i służy pozyskaniu środków finansowych na nowe inwestycje. Poniżej prezentujemy zmiany w ilości akcji, które nastąpiły od końca 2006r.

1. Liczba akcji na koniec 2006r. (akcje serii A-H) = 10.961 tys. akcji

2. Emisja akcji serii I. Realizacja programu menedżerskiego. Styczniowe WZA zdecydowało o wyemitowaniu 800 tys. akcji dla 3 członków zarządu Ganta po preferencyjnej cenie emisyjnej wynoszącej 5 zł. Nie wiązało się to ze spełnieniem jakichkolwiek warunków (w tym również finansowych) przez obdarowane osoby jak i kierowaną przez nich spółkę. Należy więc traktować to jako dodatkowe wynagrodzenie za ich pracę na rzecz wzrostu wartości Ganta. Kierownictwo nie będzie mogło jednak od razu zrealizować zysków, sprzedając akcje na giełdzie, lecz dopiero od 2010 roku. Dopiero wówczas papiery serii I będą mogły trafić do obrotu na GPW.

3. Emisja akcji serii J. Emisja publiczna, w trakcie przygotowania. Spółka planuje wyemitować 1.912 tys. akcji bez prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Oferta kierowana jest przede wszystkim do inwestorów instytucjonalnych. Cena emisyjna nie jest znana, ale zważywszy na charakter emisji (tj. bez pp), spodziewamy się, że będzie ona zbliżona do kursu giełdowego. Widelki cenowe wynoszą 60-90 zł. Wcześniej spółka informowała, iż z emisji chciałaby pozyskać ok. 150 mln zł, co przy bieżącym poziomie notowań nie wydaje się być dużym problemem. Z wpływów z emisji ok. 25% ma pójść na finansowanie już zapowiedzianych inwestycji, a pozostała część na zupełnie nowe projekty.



4. Emisja akcji serii K. W zamian za 100% udziałów w firmie deweloperskiej Blockpol II Gant wyemitował 526 tys. akcji po cenie emisyjnej 40 zł (przy takiej cenie emisyjnej kwota zakupu wyniosła 21 mln zł, gdyby emisja realizowana była po bieżącej cenie rynkowej, wówczas jej wartość sięgnęłaby 50 mln zł). Sprzedającymi były dwie osoby fizyczne. Wraz z przejęciem tej firmy Gant pozyskał 3 projekty deweloperskie we Wrocławiu: Krzycka, Pomorska oraz Stabłowice. Łączna ilość wybudowanych mieszkań w ramach tych projektów wyniesie ma 267 lokali przy PUM szacowanym na 14,2 tys. mkw. Oczekujemy, że projekty te przyniosą ok. 81,1 mln zł przychodów. Spodziewamy się, że marża na tych projektach znacząco przekroczy wartość zainwestowanych w Blockpol II środków.

5. Spodziewana liczba akcji po wszystkich emisjach (akcje serii A-K) = 14.200 tys. akcji.

5. Prognozy finansowe

5.1. Zmiana zasad rachunkowości

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami (o których pisaliśmy w naszym styczniowym raporcie), od początku 2007r. Gant zmienił politykę rachunkowości dotyczącą wykazywania wyniku finansowego na działalności deweloperskiej. Przypomnijmy, że wcześniej (tj. do końca 2006 r.) spółka pokazywała wynik na projekcie dopiero w momencie jego zakończenia (tj. zawarcia z kupującymi umów sprzedaży w postaci aktu notarialnego). Obecnie stosowany MSR 11 pozwala rozliczać przychody i koszty (a co za tym idzie także wynik końcowy) w trakcie trwania inwestycji, tj. proporcjonalnie do stopnia zawansowania projektu, podobnie jak przy rozliczaniu kontraktów długoterminowych w budowlance. Szerzej obie metody opisaliśmy w styczniowym raporcie.

Zaletą nowo przyjętej metody jest na pewno możliwość bieżącego informowania akcjonariuszy o wynikach prowadzonej działalności. Wadą - mniejsza ostrożność przy wykazywaniu wyniku finansowego. Po pierwsze istnieje ryzyko, iż klienci, co do umów z którymi już rozliczono przychód i marżę, mogą się wycofać z kupna mieszkania. Po drugie koszty mogą okazać się wyższe od planowanych, przez co wykazywany na bieżąco wynik będzie zawyżony, a w skrajnym przypadku na zakończenie inwestycji spółka wykaże stratę na projekcie. Pierwsze ryzyko jest w obecnej sytuacji rynkowej w Polsce (tj. bardzo wysokiego popytu na nowe mieszkania) raczej niskie. Z kolei prawdopodobieństwo niedoszacowania wielkości kosztów na etapie początkowym inwestycji jest dużo wyższe, zwłaszcza na rynku o niestabilnej sytuacji w segmencie usług budowlanych (z czym mamy do obecnie czynienia).

5.2. Prognozy zarządu

W lutym spółka opublikowała prognozę wyników finansowych na rok bieżący. Przy 29-proc. wzroście przychodów spodziewany jest ponad 2,5-krotny wzrost zysku netto. Zwiększenie rentowności jest przede wszystkim efektem zmiany zasad rachunkowości i wynikającego z niej wyższego udziału usług deweloperskich. BDO Numerica, audytor badający prognozy, oszacował wpływ zmiany metodologii rachunkowości na ok. 62,5 mln zł na poziomie zysku netto. Oznacza to, że bez tych zmian zysk netto ukształtowałby się na poziomie ok. 20 mln zł, co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi szacunkami (19,6 mln zł).

[mln zł]	2006	2007P	zmiana
Przychody ze sprzedaży, w tym	1 393,2	1 801,7	29,3%
- usługi finansowe (kantory)	1 355,5	1 400,0	3,3%
- usługi deweloperskie (sprzedaż i wynajem)	34,2	286,7	739%
- usługi budowlane	3,5	100,0	2762%
- pozostałe	-	15,0	-
Zysk netto	32,2	88,5	175,2%
- usługi finansowe (kantory)	2,0	1,2	-40,4%
- usługi deweloperskie (sprzedaż i wynajem)	30,2	72,5	140,2%
- usługi budowlane	0,0	3,9	-
- pozostałe (przeszacowanie aktywów)	-	10,9	-
Zysk netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej	23,2	83,5	260,5%

Źródło: Gant Development S.A., DM PKO BP



Analizując opublikowane prognozy zwracamy uwagę na trzy kwestie:

- spadek rentowności biznesu kantowego (z 0,15% do 0,09%), skutkującego obniżeniem końcowego wyniku tego segmentu o 40%; z uwagi na niewielki udział zysku z działalności finansowej w całości wyniku grupy, wpływ ten jest nieodczuwalny,
- wynik netto na pozostałej działalności dotyczy przeszacowania aktywów (przede wszystkim majątku trwałego w postaci osiedla Orzeł w Piekarach Śląskich); szacujemy wpływ tej pozycji na zysk netto przynależny akcjonariuszom jednostki dominującej na ok. 7 mln zł, tj. ok. 8% prognozowanego na ten rok zysku,
- prognozy te nie uwzględniają kilku projektów, które pojawiły się po publikacji (Pod Fortem 2 w Krakowie, Gorlicka we Wrocławiu czy projekty pozyskane przy okazji zakupu firmy Blockpol II: Krzycka, Pomorska, Stabłowice).

5.3. Prognozy DM PKO BP

Zdecydowaliśmy się zmienić nasze wcześniejsze prognozy z uwagi na:

- opisaną powyżej zmianę zasad rachunkowości,
- zmiany terminów realizacji wcześniejszych projektów (opóźnienia),
- pojawienie się kilku nowych projektów,
- oczekiwaną poprawę parametrów finansowych niektórych projektów (wzrost ceny sprzedaży 1 mkw. przewyższający wzrost kosztów wykonania powodujący wzrost marż).

Przy tworzeniu nowych prognoz finansowych wykorzystujemy zmienioną metodologię rachunkowości. W krótkim (3-letnim) horyzoncie czasowym sporządzone przez nas prognozy opierają się przede wszystkim na danych dotyczących już zaplanowanych inwestycji deweloperskich oraz założeń odnośnie prowadzonej działalności kantowej. Ponieważ jednak większość projektów mieszkaniowych zamknie się w 2008-2009r, stąd szacunki wyników w dalszych okresach bazują na naszych autorskich założeniach. Oto one:

1. Działalność deweloperska w latach 2007-2010 (projekty w trakcie realizacji lub planowane)

	2007	2008	2009	2010
liczba sprzedanych lokali - projekty istniejące	1 221	2 298	740	270
PUM sprzedanych [mkw] - proj. Istniejące	66 172	123 160	44 323	15 358
Prognozowane przychody	260 413	542 958	461 763	74 067

Źródło: DM PKOBP

2. Założenia odnośnie liczby oddanych lokali w latach 2009-2010.

Analizując jedynie teraz znane projekty wyraźnie widoczny jest spadek liczby oddawanych mieszkań począwszy od roku 2009. Skoro nie zakładamy, aby spółka miała ograniczać działalność w tym zakresie (o ile oczywiście nie nastąpi istotne pogorszenie koniunktury na rynku, czego nie zakładamy), przyjęliśmy, że spółka sprzeda w 2009 r. 2200 lokali (wobec 740 wynikających z planowanych projektów), a w następnym roku wolumen sprzedaży zwiększy się o kolejne 100 lokali. Nasze założenia wpisują się w deklaracje zarządu Ganta, który oczekuje, iż za 2-3 lata będzie realizował ok. 2-3 tys. nowych mieszkań rocznie. Niższa ilość sprzedanych mieszkań w 2009r. w stosunku do roku poprzedniego wynika z założenia, iż wszystkie nowe projekty są 100-proc. własnością Ganta. W dotychczas zidentyfikowanych projektach jest jedna duża inwestycja realizowana wspólnie z partnerem: osiedle Pod Fortem 2 zakładające budowę ok. 800 lokali (47 tys. PUM), w którym Gant kontroluje 50%. Średnia wielkość mieszkania w nowych projektach wyniesie 60 mkw. Wzrost ceny przyjęliśmy na poziomie 10% rocznie, a punktem wyjścia jest 6000 zł za 1 mkw. w 2008r. Nie wiemy, na jakim rynku spółka będzie realizować nowe projekty oraz do jakiego segmentu klientów będą one adresowane. Jednak zważywszy obecne średnie poziomy cenowe dla największych miast Polski oraz prognozy kształtowania się tych cen w perspektywie 12-miesięcznej, uważamy takie założenia za realne.



	2007	2008	2009	2010
liczba sprzedanych lokali - projekty istniejące	1 221	2 298	740	270
zakładana liczba sprzedanych lokali	1 221	2 298	2 200	2 500
liczba sprzedanych lokali - nowe projekty	0	0	1 460	2 230
średnia wielkość mieszkania - nowe projekty	-	-	60	60
PUM - nowe projekty	-	-	87 600	133 800
średnia cena mieszkania - nowe projekty	-	-	6 600	7 260
wartość nowych projektów	-	-	578 160	971 388

Źródło: DM PKOBP

3. W projektach z segmentu popularnego oraz o podwyższonym standardzie (praktycznie wszystkie inwestycje prócz wrocławskiego Rynku) sprzedaż mieszkań rozpoczynana będzie w 4. miesiącu po rozpoczęciu budowy. W segmencie luksusowym sprzedaż pojawi się dopiero w ostatnim etapie inwestycji (ostatni kwartał). W pierwszych miesiącach sprzedaży nabywców (w formie umowy przedsprzedaży) znajdzie ok. 50% oferowanych lokali. W przypadku pozostałych mieszkań sprzedaż rozłoży się liniowo w kolejnych okresach.

4. Marże na działalności deweloperskiej w horyzoncie średnioterminowym będą relatywnie wysokie, co wynika z niskich kosztów realizacji projektów (efekt m.in. atrakcyjnych warunków zakupu gruntów oraz wykorzystania zasobów wykonawczych przejętego w tym roku Budopolu), dobrych lokalizacji inwestycji oraz rosnących cen nieruchomości mieszkaniowych.

5. Działalność deweloperska w latach 2011-2016. W tym okresie zakładamy wzrost sprzedaży na poziomie 5%. Marże brutto na sprzedaży spadną do 20%.

6. Działalność kantorowa będzie prowadzona do 2011. W 2007r. spółka prognozuje 1.400 mln zł przychodów z tego tytułu. W kolejnych latach zakładamy brak wzrostu sprzedaży, zgodnie z oczekiwaniami samej spółki. Marża brutto na sprzedaży utrzyma się na poziomie 0,5% (w ostatnich 4 latach wahała się w przedziale 0,47%-0,50%).

7. Gant czerpie także dochody z wynajmu nieruchomości: mieszkań (projekty Balzaka we Wrocławiu i Orzeł w Bytomiu) oraz biur (projekt Szewska we Wrocławiu). Działalność ta ma niewielki wpływ na wyniki finansowe spółki. Założyliśmy wzrost przychodów z tego tytułu na poziomie 2,5% rocznie. Marże pozostaną bez zmian. Nie uwzględniliśmy planowanych nowych projektów komercyjnych (centra handlowe), o których wspominała spółka, ale nie podała jeszcze żadnych konkretnych. Ewentualne pojawienie się tego typu inwestycji powinno wpłynąć na wzrost wyników spółki (jeśli zakupione zostaną już funkcjonujące obiekty, to możliwe jest to już w tym roku) oraz podwyższyć wartość całej firmy.

8. Koszty finansowe są pochodną wysokości zaangażowanego kapitału obcego służącego przede wszystkim sfinansowaniu zapasów (tj. realizowanych inwestycji mieszkaniowych).

9. W prognozach uwzględniliśmy tylko zyski z tytułu przeszacowania wartości nieruchomości pod wynajem spodziewane w roku 2007 i podane w prognozie zarządu (wcześniej 11 mln zł, a po zwiększeniu zaangażowania w Agencji Nieruchomości Orzeł z 65% do 85%, skorygowane w górę na ok. 14,3 mln zł). W opinii zarządu ostatnie silne wzrosty wycen rynkowych nieruchomości sprawiają, że powyższe szacunki są mocno konserwatywne. Możliwa jest więc korekta tej pozycji, nawet do poziomu 30-40 mln zł, jak spodziewaliśmy się na początku roku.

10. Nie uwzględniliśmy nowej publicznej emisji akcji (ok. 1,9 mln szt.), zarówno po stronie pasywów (zwiększenie ilości akcji), jak i aktywów (pozyskane środki). Konsekwentnie w naszych projekcjach finansowych nie pojawiły się też ewentualne nowe duże przedsięwzięcia, które mają być z nich finansowane (np. inwestycje w centra handlowe).



Bilans (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Aktywa	30	49	198	381	633	1 077
Majątek trwały	21	19	97	132	131	131
Majątek obrotowy	10	30	100	249	502	946
- zapasy	1	12	68	100	209	401
- należności	0	2	16	130	270	518
Pasywa	30	49	198	381	633	1 077
Kapitały własne	12	13	78	189	341	614
Zobowiązania długoterminowe	8	10	40	40	40	40
Zobowiązania krótkoterminowe	6	21	38	113	213	384
- handlowe	0	0	7	9	11	13
Dług netto	3	8	44	76	122	196
sprzedaż/aktywa	35,55	30,53	11,28	6,10	4,08	3,03
dług/kapitał własny	0,90	1,87	0,75	0,50	0,42	0,36
ROE	-2,1%	12,1%	50,8%	64,2%	57,3%	57,3%
ROA	-0,6%	3,7%	18,8%	29,6%	29,9%	32,0%

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody netto ze sprzedaży	1 306	1 218	1 393	1 765	2 068	2 589
Koszty sprzedanych produktów i tow.	1 298	1 209	1 377	1 661	1 842	2 194
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	8	8	16	104	226	395
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	5	5	8	10	11	14
Pozostałe saldo operacyjne	-2	0	33	14	0	0
EBITDA	2	4	42	111	217	383
EBIT	1	3	41	109	215	380
Saldo na działalności finansowej	0	-1	-1	-2	-4	-6
Zysk (strata) brutto	0,9	2	40	106	211	374
Podatek dochodowy	0,7	0,5	8	20	40	71
Zysk (strata) netto	-0,2	1,5	23	86	152	274
marża zysku brutto na sprzedaży	0,6%	0,7%	1,1%	5,9%	10,9%	15,2%
marża EBITDA	0,1%	0,3%	3,0%	6,3%	10,5%	14,8%
marża EBIT	0,1%	0,2%	3,0%	6,1%	10,4%	14,7%
rentowność netto	0,0%	0,1%	1,7%	4,9%	7,3%	10,6%

Cash flow (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Działalność operacyjna	1	-6	0	-19	-44	-72
- amortyzacja	1	1	1	2	2	2
Działalność inwestycyjna	2	-5	-55	-36	-2	-2
Działalność finansowa	-3	14	57	61	49	79
Środki pieniężne na koniec okresu	5	12	14	20	23	28

Wskaźniki na 1 akcję	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
liczba akcji (tys. szt.)	2 440	2 440	10 961	12 287	12 287	12 287
BVPS (zł)	4,73	5,34	7,13	15,37	27,73	50,01
EPS (zł)	-0,09	0,61	2,11	6,98	12,35	22,28
CEPS (zł)	0,14	0,86	2,22	7,16	12,54	22,47
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Źródło: Gant Development S.A. , DM PKO BP

P - prognozy



Telefony kontaktowe	
Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego	
doradca inwestycyjny banki i finanse	Andrzej Powierża (022) 521 79 41 andrzej.powierza@pkobp.pl
telekomunikacja, media, hotelarstwo, przemysł spożywczy	Dorota Puchlew, CFA (022) 521 87 23 dorota.puchlew@pkobp.pl
informatyka, budownictwo i nieruchomości	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki produkcja i dystrybucja farmaceutyków	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
makler papierów wartościowych przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetyka	Ludomir Zalewski (022) 521 79 17 ludomir.zalewski@pkobp.pl
analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Zespół Klientów Instytucjonalnych	
Krzysztof Kasiński	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kasinski@pkobp.pl
Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Katarzyna Patora-Kopec	(0-22) 521 79 96 katarzyna.patora-kopec@pkobp.pl
Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl
Michał Kołatkowski	(0-22) 521 91 39 michal.kolatkowski@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%
NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych i ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.