



Dom Maklerski BDM S.A.

ROBYG

RAPORT ANALITYCZNY

Na początku roku zarząd przedstawił strategię, której podstawowym założeniem jest skokowe zwiększenie wolumenu przekazywanych i sprzedawanych lokali. Realizacja tych założeń będzie widoczna jeszcze w 4Q'14, kiedy to bardzo mocno zostanie rozbudowana oferta sprzedażowa dewelopera (ok. 10 projektów). Wpływ tych działań będzie odczuwalny szczególnie w wynikach finansowych w latach 2016-17. W bliższej perspektywie liczymy na bardzo udany 4Q'14, kiedy spółka powinna przekazać ok. 540 lokali (wypracowując 22,9 mln PLN EBITDA, 14,1 mln PLN zysku netto), wyrównując z nawiązką słabsze wyniki w 3Q'14. Poprawa kontraktacji, jaką wykazuje deweloper przełoży się także na rezultaty finansowe w '15 (całkiem dobre 1H'15, znaczna poprawa w 2H'15). Spółka ogłosiła niedawno politykę dywidendową, która zakłada wypłatę ok. 70% zysku netto w latach 2015-16, zachowując bezpieczny poziom gotówki. Od kilku miesięcy kurs dewelopera znajduje się jednak w stagnacji na poziomie ok. 2,20-2,25 PLN/akcję, co naszym zdaniem jest reakcją na wycofywanie się z akcjonariatu głównych udziałowców. W ostatnim okresie swój udział mocno ograniczyło Nanette, które obecnie posiada ok. 10% akcji dewelopera. Uważamy, że należy się liczyć z kolejnymi transakcjami pakietowymi w najbliższym czasie, co uwzględniamy w naszej wycenie. Dlatego też wydajemy zalecenie Akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 2,45 PLN/akcję. Przy naszych założeniach w latach 2015-16 spółka jest handlowana przy P/E=11,7x w '15 oraz P/E=8,9x w '16 (znacznie taniej niż Dom Development).

Zakładamy, że w 4Q'14 Robyg mocno poprawi wyniki r/r. Oczekujemy, że przekazując 540 lokali (nasze założenia są ostrożne – władze spółki wskazywały, że liczba przekazania może być dużo wyższa) osiągnie 160,3 mln PLN przychodów (w ujęciu proporcjonalnym), co oznacza wzrost o ok. 37,0% r/r. Rentowność brutto przekazywanych mieszkań powinna wzrosnąć do 21,2%, co w dużej mierze będzie zasługą przekazania w projekcie Young City (marża ok. 27%). Na poziomie EBIT deweloper odnotuje poprawę o 10,7 mln PLN, wypracowując 22,8 mln PLN zysku operacyjnego oraz 14,1 mln PLN wyniku netto. W ujęciu całorocznym EBIT podniesie się o 12,3% r/r do 63,7 mln PLN, a zysk netto zwiększy się do 38,6 mln PLN (+34,1% r/r).

Przedstawiony przez spółkę harmonogram projektów, które zamierza realizować w okresie 2015-2017 powoduje, że Robyg może zostać samodzielnym liderem rynku mieszkaniowego. Przy konserwatywnych założeniach wolumen sprzedaży wzrośnie do 2,3 tys. zakontraktowanych lokali w '15 oraz ok. 2,4 tys. w '16 (zarząd komunikował, że kontraktacja może być wyższa). W długim terminie poziom ten może być trudny do utrzymania, dlatego w modelu zakładamy spadek po okresie szczegółowej prognozy do ok. 2,2 tys. sprzedanych mieszkań, a docelowo oczekujemy zwiększenia do ok. 2400-2500, przy jednoczesnym zachowaniu docelowej rentowności projektów na poziomie ok. 20%. Liczymy również na wejście na wrocławski rynek mieszkaniowy z kilkoma projektami (co będzie się wiązało ze zwiększeniem posiadanego banku ziemi w tym mieście).

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	160,5	402,9	485,9	436,0	537,1	577,1
EBITDA [mln PLN]	16,6	56,3	57,8	65,3	78,3	95,0
EBIT [mln PLN]	15,7	55,1	56,7	63,7	76,2	92,8
Wynik netto [mln PLN]	33,1	25,0	28,8	38,6	49,3	64,8
P/BV	1,39	1,40	1,38	1,32	1,26	1,19
P/E	17,4	15,0	20,0	15,0	11,7	8,9
EV/EBITDA	50,2	12,0	13,0	11,8	11,2	8,6
EV/EBIT	53,0	12,2	13,2	12,1	11,5	8,8
DPS	0,07	0,12	0,08	0,08	0,11	0,14

Akumuluj

(POPRIEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 2,45 PLN

3 GRUDNIA 2014

Wycena końcowa [PLN]	2,45
Potencjał do wzrostu / spadku	+11,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,20
Kapitalizacja [mln PLN]	576,6
Ilość akcji [mln. szt.]	262,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,43
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,13
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-0,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,3%
Akcjonariat (% głosów):	
LBPOL William II	43,5%
Nanette Real Estate Group	10,2%
PKO BP PTE	5,0%
Pozostali	41,4%

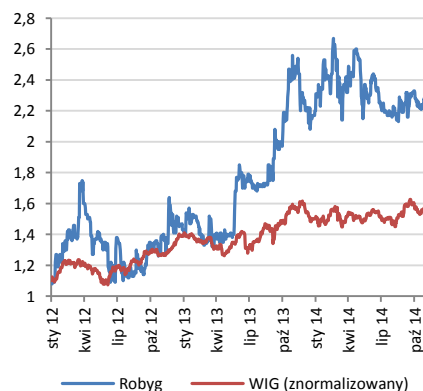
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 3Q'2014	10
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	15
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	17
OTOCZENIE RYNKOWE	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Robygu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,42 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,54 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 642,6 mln PLN, czyli **2,45 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	633,1	2,42
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	664,8	2,54
C = (A*70%+B*30%)	Wycena [PLN]	642,6	2,45

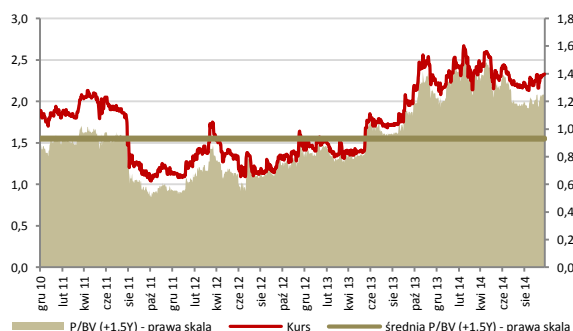
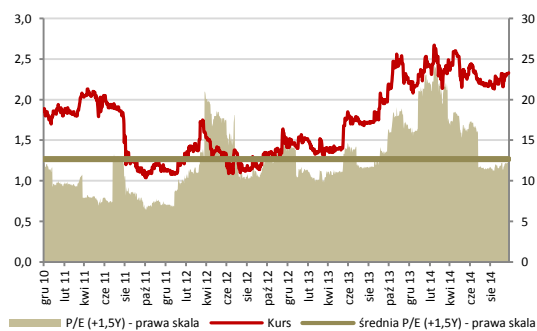
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W bieżącym roku należy liczyć się ze wzrostem wyniku netto Robygu do 38,6 mln PLN. Uwzględniając nowe przepisy o ujęciu inwestycji we wspólne przedsięwzięcia, deweloper wygeneruje 436,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży (według starych regulacji wpływy ze sprzedaży lokali wyniosłyby 508,6 mln PLN), przy jednoczesnym przekazaniu blisko 1540 mieszkań. Przy dość konserwatywnych założeniach spodziewamy się, że w '15 deweloper odda do użytku ok. 1,9 tys. lokali, co pozwoli na wzrost przychodów do 537,1 mln PLN osiągając jednocześnie marżę EBIT na poziomie 14,6% (+2,9 p.p.). Rentowność netto w '15 powinna być bliska 8,8%.

Robyg kontynuuje zapowiadaną od kilku miesięcy strategię, która ma pozwolić na zbliżenie się do poziomu 2,4-2,5 tys. zakontraktowanych i przekazanych rocznie lokali w latach 2016-17. Liczba projektów, które mają być wprowadzone do sprzedaży na przełomie '14/'15 pozwala z optymizmem patrzeć na te założenia. Mocna rozbudowa oferty o ok. 10 projektów, powinna skutkować podniesieniem kontraktacji do 2,3 tys. sprzedanych mieszkań w '15. Po okresie szczegółowej prognozy oczekujemy spadku poziomu sprzedawanych i przekazywanych lokali (konserwatywne założenia), które docelowo mają osiągnąć pułap 2400-2500 mieszkań przy zachowaniu rentowności w okolicach 21%. Spodziewamy się, że Robyg dalej będzie dzielił się zyskiem z akcjonariuszami (w latach 2014-2016 ok. 70% wypłaty z zysku za rok poprzedni, w kolejnych latach na poziomie 50%). Ograniczenie wysokości dywidendy odbieramy jako chęć szybszego zwiększenia skali działalności i ugruntowania pozycji jednego z liderów.

Dobra ścieżka wynikowa w kolejnych kwartałach (bardzo dobry 4Q'14; solidne 1H'15 z perspektywą mocnej poprawy w 2H'15) przekonuje nas do podtrzymania zalecenia Akumuluj z ceną docelową na poziomie 2,45 PLN. Zagrożeniem dla kursu Robyga jest podaż akcji ze strony głównych akcjonariuszy. W ostatnim okresie swój udział mocno ograniczyło Nanette, które obecnie posiada ok. 10% akcji dewelopera. Naszym zdaniem należy się liczyć z kolejnymi transakcjami pakietowymi w najbliższym czasie, co uwzględniamy w naszej wycenie (konserwatywne założenia w prognozach). Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2014-2015 przy P/BV na pułapie 1,32-1,26x oraz P/E w 2014-15 rzędu 15,0x i 11,7x.

Historyczne wskaźniki wyprzedzające P/E (+1,5Y) i P/BV (+1,5Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać 1540 mieszkań w 2014 r., a w 2015 ponad 1930 lokali. W oparciu o harmonogram projektów Robyga liczymy, że sprzedaż notarialna znacznie wzrośnie w latach 2016-17. Po zakończeniu szczegółowej prognozy zakładamy spadek liczby przekazywanych mieszkań, a docelowy pułap w 2023 roku wynosi blisko 2400 lokali.
- Zakładamy, że Robyg zakontraktuje w latach 2014-15 odpowiednio 2109 i 2319 lokali. Podobnie jak w przypadku przekazania, skokowego wzrostu wolumenu kontraktacji oczekujemy w latach 2016-17. W długim terminie poziom ten zwiększy się do ok. 2400 lokali.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2014-15) będzie zbliżać się docelowo do 20%.
- Przyjęliśmy założenie o wypłacie dywidendy w wys. 70% z zysku netto w latach 2015-16, a w okresie 2017-23 w wys. 50%.
- Poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów. Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach. W kapitale obrotowym uwzględniamy także otrzymywane od klientów zaliczki, a następnie korygujemy o wynik EBIT.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2023 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 262,1 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.12.2014

Metoda DCF dała wartość spółki Robyg na poziomie 633,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 2,42 PLN.

Model DCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	436,0	537,1	577,1	739,1	781,1	818,3	847,3	872,3	896,5	915,9
EBIT [mln PLN]	63,7	76,2	92,8	106,8	104,8	107,4	108,1	108,0	107,4	105,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,1	14,5	17,6	20,3	19,9	20,4	20,5	20,5	20,4	20,1
NOPLAT [mln PLN]	51,6	61,7	75,2	86,5	84,9	87,0	87,6	87,5	87,0	85,8
Amortyzacja [mln PLN]	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
CAPEX [mln PLN]	-1,5	-1,8	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-55,4	-87,8	64,1	-49,9	-1,7	-20,5	-9,0	-16,0	-21,2	-16,4
FCF [mln PLN]	-3,6	-25,7	139,3	36,4	83,0	66,2	78,4	71,3	65,7	69,3
DFCF [mln PLN]	-3,6	-23,8	120,0	29,2	61,7	45,6	49,9	41,9	35,7	34,7
Suma DFCF [mln PLN]	391,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	944,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	472,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	863,9									
Dług netto [mln PLN]	175,1									
Dywidenda [mln PLN]	21,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	34,7									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	633,1									
Ilość akcji [tys.]	262,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,42									

Przychody zmiana r/r	-10,3%	23,2%	7,5%	28,1%	5,7%	4,8%	3,5%	3,0%	2,8%	2,2%
EBIT zmiana r/r	12,3%	19,5%	21,8%	15,1%	-1,9%	2,5%	0,7%	-0,1%	-0,5%	-1,4%
FCF zmiana r/r	-101,6%	606,4%	-641,5%	-73,9%	128,0%	-20,2%	18,4%	-9,0%	-7,8%	5,4%
Marża EBITDA	15,0%	14,6%	16,5%	14,7%	13,7%	13,4%	13,0%	12,6%	12,2%	11,8%
Marża EBIT	14,6%	14,2%	16,1%	14,5%	13,4%	13,1%	12,8%	12,4%	12,0%	11,6%
Marża NOPLAT	11,8%	11,5%	13,0%	11,7%	10,9%	10,6%	10,3%	10,0%	9,7%	9,4%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	92,0%	84,5%	97,6%	109,7%	107,5%	108,5%	107,3%	105,8%	103,2%	103,0%
Zmiana KO / Przychody	12,7%	16,3%	-11,1%	6,8%	0,2%	2,5%	1,1%	1,8%	2,4%	1,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-111,0%	86,9%	-159,9%	30,8%	4,0%	55,3%	31,1%	64,0%	87,7%	84,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	64,7%	63,7%	67,0%	65,8%	76,1%	78,6%	81,2%	83,3%	85,0%	87,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	35,3%	36,3%	33,0%	34,2%	23,9%	21,4%	18,8%	16,7%	15,0%	12,8%
WACC	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	2,09	2,26	2,47	2,74	4,27	3,60	4,35	5,57	7,95
	0,8	1,96	2,11	2,30	2,54	2,84	3,26	3,86	4,81	6,49
	0,9	1,85	1,98	2,15	2,35	2,62	2,97	3,47	4,21	5,45
	1,0	1,74	1,86	2,00	2,19	2,42	2,72	3,13	3,73	4,68
	1,1	1,64	1,75	1,88	2,04	2,24	2,50	2,84	3,34	4,08
	1,2	1,54	1,64	1,76	1,90	2,08	2,30	2,60	3,01	3,60
	1,3	1,46	1,54	1,65	1,78	1,93	2,13	2,38	2,72	3,21

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	3,00%	2,23	2,42	2,66	2,98	3,40	4,01	4,94	6,58	10,17
	4,00%	1,96	2,11	2,30	2,54	2,84	3,26	3,86	4,81	6,49
	5,00%	1,74	1,86	2,00	2,19	2,42	2,72	3,13	3,73	4,68
	6,00%	1,54	1,64	1,76	1,90	2,08	2,30	2,60	3,01	3,60
	7,00%	1,37	1,45	1,55	1,66	1,80	1,97	2,19	2,48	2,89
	8,00%	1,23	1,29	1,37	1,46	1,57	1,71	1,87	2,09	2,38
	9,00%	1,10	1,15	1,22	1,29	1,38	1,49	1,62	1,78	1,99

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	4,07	3,83	3,60	3,40	3,22	3,05	2,89	2,75	2,62
	4,00%	3,53	3,28	3,05	2,84	2,66	2,49	2,34	2,20	2,08
	5,00%	3,10	2,84	2,62	2,42	2,24	2,08	1,93	1,80	1,68
	6,00%	2,75	2,49	2,27	2,08	1,90	1,75	1,61	1,49	1,38
	7,00%	2,45	2,20	1,99	1,80	1,64	1,49	1,36	1,25	1,14
	8,00%	2,20	1,96	1,75	1,57	1,42	1,28	1,16	1,05	0,95
	9,00%	1,99	1,75	1,55	1,38	1,23	1,10	0,98	0,88	0,79

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-16 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Robyg. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (20%/40%/40%). Ostateczna wycena Robyg metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,54 PLN**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena dew. krajowych [PLN]	685,6	2,62
B	Wycena dew. zagranicznych [PLN]	644,1	2,46
C= (A*50%+B*50%)	Wycena [PLN]	664,8	2,54

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza deweloperów krajowych

	Cena [PLN]	2014P	P/E		2014P	P/BV	
			2015P	2016P		2015P	2016P
Dom Development	46,18	20,6	16,1	11,7	1,3	1,3	1,2
Robyg	2,21	15,0	11,8	8,9	1,3	1,3	1,2
Premia/dyskonto do spółki		-27,3%	-27,1%	-23,5%	1,4%	-1,4%	-4,3%
Wycena wg wskaźnika		3,04	3,03	2,89	2,18	2,24	2,31
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			2,98			2,26	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			2,62				

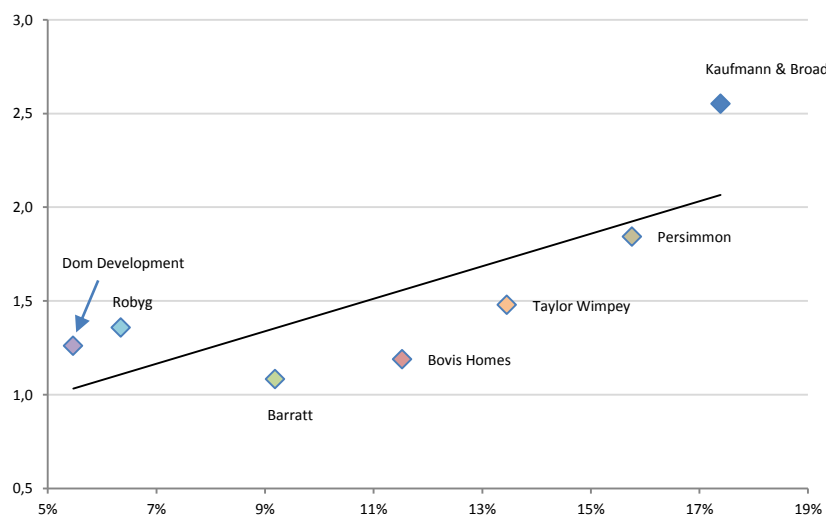
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza deweloperów zagranicznych

	Cena [PLN]	2014P	P/E		2014P	P/BV	
			2015P	2016P		2015P	2016P
PIK GROUP	10,35	12,0	8,7	7,3	3,4	2,4	1,9
KAUFMAN & BROAD	105,59	15,5	14,6	10,5	2,7	2,4	1,9
PERSIMMON	62,93	12,7	10,3	8,7	2,2	2,0	1,6
TAYLOR WIMPEY	5,43	12,4	9,1	7,8	1,7	1,5	1,4
BOVIS HOMES GROUP	34,78	11,0	8,3	7,2	1,3	1,1	1,0
BARRATT DEVELOPMENTS	18,81	15,0	10,6	8,9	1,3	1,2	1,1
Mediana		12,6	9,7	8,2	1,9	1,8	1,5
Wycena wg wskaźnika		1,85	1,83	2,04	3,19	3,10	2,82
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			1,91			3,00	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			2,46				

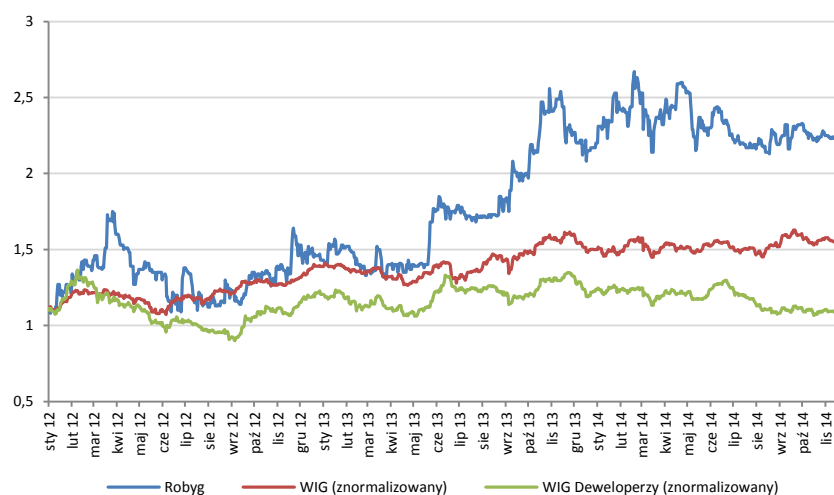
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Robyg – prognoza na rok 2014



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

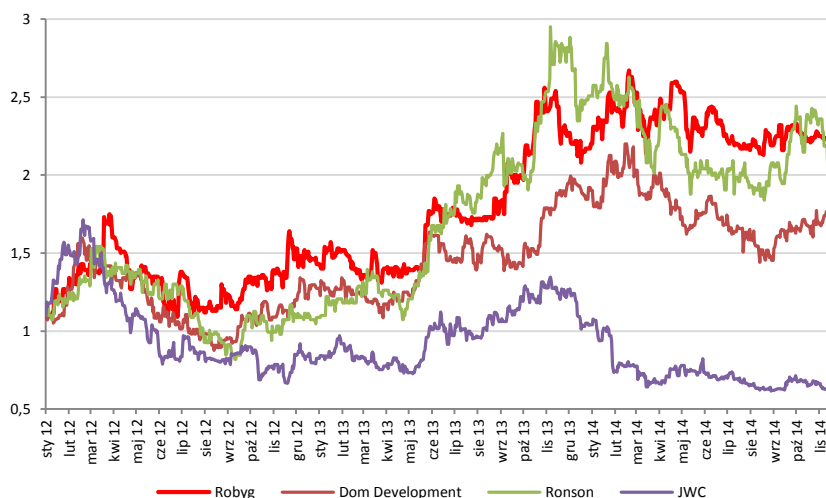
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Odnosząc się do indeksu branżowego widać, że kurs Robyg radzi sobie znacznie lepiej.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Od kilku miesięcy kurs Robyga znajduje się w stagnacji, co jest efektem zawirowań w akcjonariacie dewelopera.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko dot. sprzedaży przez głównego akcjonariusza**
Głównym udziałowcem w spółce jest nieruchomościowy fundusz związany z Lehmann Brothers, który znajduje się w upadłości. Od 2008 roku LB regularnie sprzedaje aktywa (tylko w roku 2014 podmiot zbył aktywa o wartości 1 biliona dolarów). Obecnie LBPOL posiada ponad 43% udziałów w Robygu, co stanowi ok. 114 mln szt. akcji spółki. W ostatnim czasie z akcjonariatu wychodziło Nanette, które obecnie kontroluje ok. 10% akcji dewelopera (wcześniej posiadało ponad 20%, transakcje pakietowe w 3Q'14 po 2,20 PLN/akcję).
- **Ryzyko opóźnień w procesie budowy**
Spółka zleca budowę generalnym wykonawcom, którzy odpowiadają za realizację inwestycji oraz uzyskanie stosownych pozwoleń. Wszelkie opóźnienia rzutują na rozpoczęcie przekazania, a tym samym wypracowane wyniki.
- **Wejście w życie rekomendacji S**
Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nakłada obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciągany kredyt mieszkaniowy od 1 stycznia 2014 r. Może to ograniczyć liczbę kupujących wśród tych rodzin, których nie stać na wniesienie wymaganego progu gotówki.
- **Wpływ ustawy deweloperskiej**
Czynnik prawny jest w sytuacji warszawskiego dewelopera bardzo istotny, ponieważ ustawa nakłada na spółki całego sektora obowiązek otwierania rachunków powierniczych, na których będą przechowywane środki pieniężne z tyt. zaliczek od nabywców lokali aż do momentu ich przekazania nowym właścicielom.
- **Programy rządowe wspierające zakup mieszkania**
Jest to czynnik specyficzny dla polskiego rynku. Kolejny już państwowy program wsparcia młodych osób chcących nabyć mieszkanie (obecnie MdM, wcześniej RnS), powoduje skokowe zwiększenie sprzedaży lokali. Należy jednak mieć na uwadze, że większość mieszkań oferowanych w Warszawie nie spełnia warunków limitu cenowego (6,6 tys. PLN/m², wcześniejsze progi były zdecydowanie niższe). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku. W Gdańsku limit cenowy na 4Q'14 został utrzymany na poziomie 5,4 tys. PLN.
- **Konkurencja rynkowa**
Większość deweloperów giełdowych skupia swoje działania na rynku warszawskim, którego obecna oferta wynosi ok. 10 tys. lokali. Biorąc pod uwagę tak silną konkurencję, należy się liczyć z walką cenową.

WYNIKI ZA 3Q'2014

W 3Q'14 Robyg zaprezentował dużo słabsze wyniki r/r, jednak i tak okazały się one nieco lepsze od konsensusu. Przychody spadły do 43,6 mln PLN (-52% r/r), przy jednoczesnym obniżeniu wyniku brutto ze sprzedaży do 8,8 mln PLN (marża brutto pozostała na poziomie 20,2%). Na poziomie EBIT deweloper miał 5,5 mln PLN zysku (-41,3% r/r). Wynik netto spadł do 2,9 mln PLN. Tak słabe rezultaty były wynikiem małej liczby przekazanych lokali (103 w 3Q'14 vs 213 w 3Q'13). Wśród sprzedanych notarialnie mieszkań największy udział miały inwestycje Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki (ok. 30%), Young City (ok. 25%) oraz Lawendowe Wzgórza (ok. 15%). Należy zauważyć, że w 3Q'14 Robyg wykazał ponad 10 mln PLN jednorazowego zysku z przeszacowania biurowego projektu na Wilanowie, a także blisko 2,5 mln PLN straty w związku z zawiązaniem rezerwy na spór sądowy z Rotschildem.

Dosyć dobrze zaprezentowała się natomiast sprzedaż Robygu. Spółka znalazła nabywców na 513 mieszkań, co oznacza wzrost o 8% r/r (w 3Q'13 sprzedano 476 lokali). Największy udział w kontraktacji miały Słoneczna Morena (113 lokali), Young City (101), Lawendowe Wzgórza (82) i Albatross Towers (80). Zaskoczeniem mogą być bardzo dobre wyniki sprzedażowe w Gdańsku. W samym 3Q'14 Robyg znalazł 275 nabywców na lokale w 3 projektach, w związku z czym zarząd zdecydował się nabyć kolejną działkę (w dzielnicy Piecki-Migowo) za 13,4 mln PLN (grunt ma pozwolić na budowę ok. 500 mieszkań i 2,0 tys. m² powierzchni usługowej). Od początku roku deweloper zakontraktował 1569 lokali (+388 r/r).

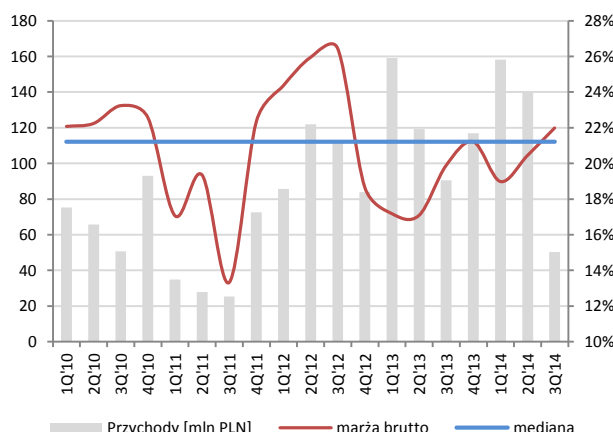
Dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Na koniec 3Q'14 deweloper posiadał 168 mln PLN środków pieniężnych (bez środków na rachunkach powierniczych). Dług netto wynosi 182,1 mln PLN, co oznacza, że w relacji do kapitałów własnych jest bliski 43,1%. Wzrost względem poprzednich kwartałów wynika z zakupów nowych gruntów, co w naszej ocenie jest dobrym posunięciem.

Wyniki skonsolidowane Robyg [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	3Q'13*	3Q'14*	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14*	zmiana r/r
Przychody	90,9	43,6	-52,0%	90,6	50,2	-44,5%	369,3	284,3	-23,0%	368,9	348,4	-5,6%
Wynik brutto	18,4	8,8	-52,0%	18,0	11,0	-38,7%	66,5	50,4	-24,2%	65,7	69,7	6,1%
EBIT	9,4	5,5	-41,3%	9,6	6,1	-36,0%	44,0	41,4	-5,9%	44,7	45,7	2,3%
EBITDA	9,7	5,8	-39,5%	9,8	6,4	-34,3%	44,8	42,4	-5,3%	45,5	46,7	2,7%
Wynik netto	5,0	2,9	-42,2%	5,0	2,9	-42,2%	20,2	24,5	21,3%	20,2	24,5	21,2%
Marża brutto	20,2%	20,2%		19,9%	22,0%		18,0%	17,7%		17,8%	20,0%	
Marża EBITDA	10,6%	13,4%		10,5%	12,2%		11,9%	14,6%		12,1%	13,1%	
Marża EBIT	10,3%	12,6%		10,8%	12,8%		12,1%	14,9%		12,3%	13,4%	
Marża netto	5,5%	6,6%		5,5%	5,7%		5,5%	8,6%		5,5%	7,0%	

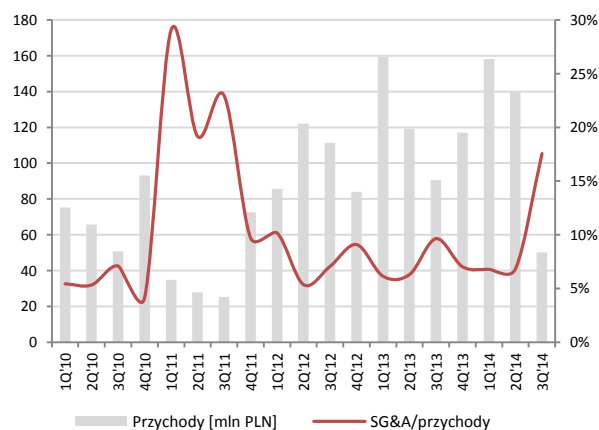
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki spółki wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto

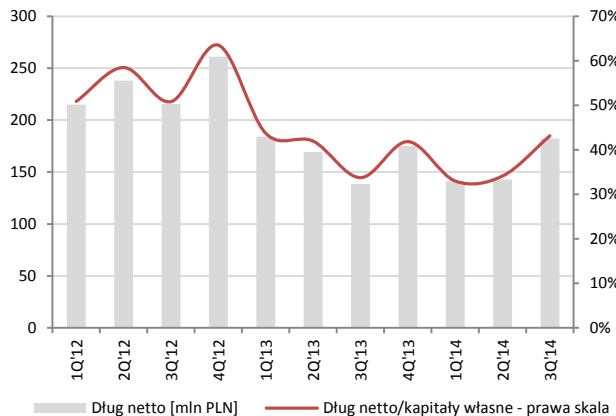


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

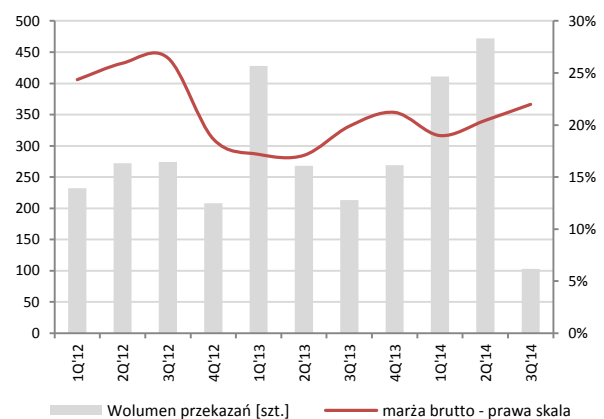
SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



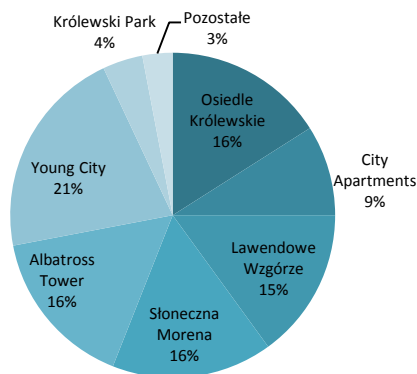
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zadłużenie netto

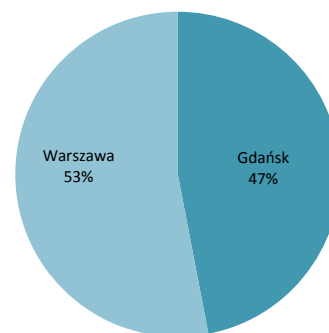
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazania

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg projektów w 1-3Q'14

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontraktacja w poszczególnych miastach w 1-3Q'14

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 3Q'14

W 3Q'14 tylko dwa z największych podmiotów giełdowych poprawiło wyniki r/r. Były to Dom Development oraz Marvipol. W przypadku Marvipolu przychody ze sprzedaży wzrosły do 172,7 mln PLN (w 3Q'13 było to 10,9 mln PLN), na co złożyło się przekazanie ponad 400 mieszkań (spółka nie podała dokładnej liczby, jednak duży udział miały tu projekty Zielona Italia i Bielany Residence). Wynik operacyjny segmentu deweloperskiego spółki wyniósł 20,1 mln PLN (+18,6 mln PLN r/r). Na dużym plusie znalazł się też Dom Development, który pokazał bardzo wysoką marżę brutto ze sprzedaży (25,1%), a także wykazał wpływ z gwarancji od generalnych wykonawców z projektów Młyny Królewskie i Wilno. Dużo słabiej zaprezentowały się natomiast Robyg i Ronson. W przypadku Robyga na słabsze wyniki przełożyła się niska liczba przekazanych lokali w 3Q'14 (103 mieszkania vs 213 w 3Q'13). Spółka wypracowała 43,7 mln PLN przychodów, przy średniej marży brutto na poziomie 20,4%. Wynik EBIT spadł do 5,5 mln PLN (-40,5%), a zysk netto wyniósł 2,9 mln PLN (-42,1% r/r). Jeszcze gorzej zaprezentował się Ronson. Wpływ z przekazanych lokali wyniósł jedynie 29,5 mln PLN, a marża brutto była bliska 6,4%. Była to składowa dwóch czynników: deweloper sprzedaje notarialnie lokale z projektu Młody Grunwald (84 lokale w 3Q'14), który dodatkowo ma rentowność w przedziale 3-5%. Na poziomie netto Ronson poniósł stratę rzędu 4,9 mln PLN.

Poza Marvipolem wszystkie wskazane spółki poprawiły wolumeny kontraktacji mieszkań. Najlepiej zaprezentował się Ronson, który wykazał 21%-ową dynamikę sprzedaży lokali, znajdując 149 nabywców w swoich projektach. Na wysokie wzrosty ciągle wpływa projekt Młody Grunwald, który jest dodatkowo wspierany przez Jaśminową, Tamkę i Verdis. Podobną dynamikę zaprezentował także Dom Development (495 mieszkań w 3Q'14; +20% r/r). Naszym zdaniem wzrost ten jest jednak niesatysfakcjonujący mając na względzie rynkową pozycję spółki oraz sprzyjające otoczenie gospodarcze. Całkiem dobrze poradziło sobie JWC. Deweloper kierowany przez prezesa Wojciechowskiego zwiększył kontraktację o ok. 13% r/r, co w

dużej mierze zawdzięcza projektowi Bliska Wola. Nad kreską znalazł się również Robyg, który sprzedał 513 mieszkań (+8% r/r). Patrząc na wyniki sprzedażowe od początku roku, uważamy że deweloper bez problemu przekroczy roczną prognozę 2,0 tys. zakontraktowanych lokali. Najsłabiej wypadł Marvipol, który sprzedał 155 mieszkań (największy udział projektu Central Park). Pomimo spadku o blisko 24% r/r uważamy, że nie jest to zły wynik. Niedawno do oferty został wprowadzony kolejny etap Kłobuckiej, co naszym zdaniem pozwala na z optymizmem patrzeć na sprzedaży w najbliższych kwartałach.

Wyniki wybranych deweloperów w 3Q'14

	Dom Development			Ronson			Robyg*			Marvipol**			JWC		
	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika	3Q'13	3Q'14	dynamika
Przychody	123,6	159,9	29,4%	57,3	29,5	-48,5%	90,9	43,7	-51,9%	10,9	172,7	1486,6%	77,1	38,3	-50,3%
Wynik brutto	23,9	40,2	67,8%	10,4	1,9	-81,7%	18,3	8,9	-51,5%	-	-	-	18,6	6,3	-66,1%
EBIT	2,8	20,3	619,5%	4,1	-4,9	-	9,4	5,5	-41,3%	1,5	20,1	1277,7%	11,6	8,5	-27,1%
EBITDA	3,6	21,1	482,0%	4,3	-4,7	-	9,6	5,7	-40,5%	1,9	20,3	992,0%	11,8	8,7	-26,7%
Wynik netto	1,1	15,3	1269,6%	4,5	-4,9	-	5,0	2,9	-42,1%	-	-	-	2,3	2,1	-8,9%
Marża brutto	19,4%	25,1%		18,2%	6,4%		20,2%	20,4%		-	-		24,1%	16,5%	
Marża EBITDA	2,9%	13,2%		7,5%	-		10,6%	13,1%		17,1%	11,8%		15,3%	22,6%	
Marża EBIT	2,3%	12,7%		7,2%	-		10,3%	12,6%		13,4%	11,6%		15,0%	22,1%	
Marża netto	0,9%	9,5%		7,9%	-		5,5%	6,6%		-	-		2,9%	5,4%	
Przekazania	252	375	49%	135	96	-29%	213	103	-52%	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż	414	495	20%	123	149	21%	476	513	8%	203	155	-24%	275	311	13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *od 1Q'14 Robyg wykazuje wyniki projektów JV w pozycji „Udział w zysku ze wspólnych przedsięwzięć”; **wyniki Marvipolu dla segmentu deweloperskiego

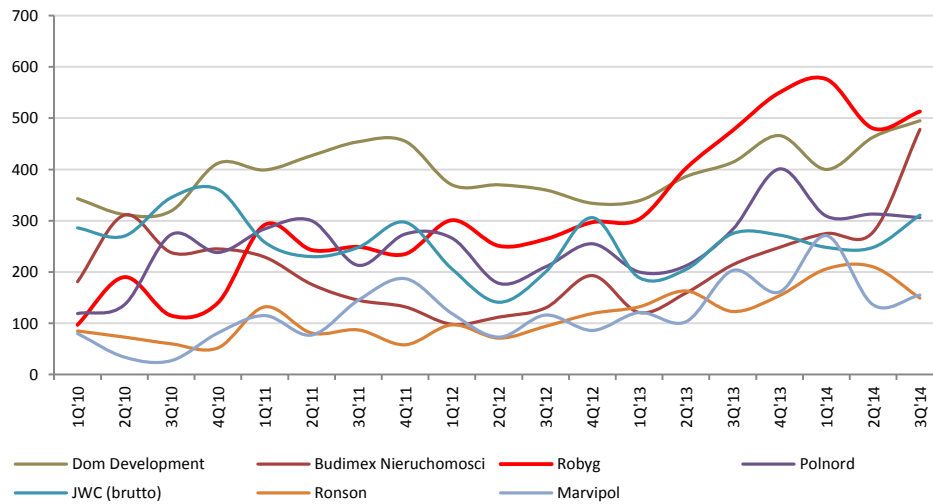
Z opublikowanych wyników sprzedażowych za 3Q'14 widać, że Dom Development stabilnie zwiększa poziom kontraktacji (+20% r/r). Ok. 20%-ową dynamikę sprzedaży pokazał również Ronson, co ma przełożyć się na dobre wyniki finansowe w latach 2015-16. Najwyższą dynamikę zaprezentował Budimex, który znalazł 478 nabywców, co oznacza wzrost o 123% r/r (dobre wyniki zawdzięcza głównie projektowi w Krakowie). Niewielką poprawę w 3Q'14 widać w przypadku Robygu (513 zakontraktowanych lokali, +8% r/r), Polnordu (306 nowych nabywców; +8% r/r), a także JWC, które w ujęciu brutto znalazło 311 klientów w 3Q'14 (+13% r/r). Najsłabiej wypadł Marvipol, który zakontraktował 155 mieszkań (spadek o 24% r/r, co wynika z wysokiej bazy). Zwracamy jednak uwagę, że spółka wprowadziła niedawno do sprzedaży podetap 1B projektu Central Park (421 mieszkań), co uzupełnia ofertę dewelopera.

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 3Q'14 (dane opublikowane przez spółki do 17.11.2014)

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	zmiana 3Q'14/3Q'13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	495	20%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	478	123%
Robyg	303	402	476	550	576	480	513	8%
Polnord	200	212	283	401	309	313	306	8%
JWC (brutto)	189	205	275	272	248	248	311	13%
Ronson	132	163	123	154	206	210	149	21%
Marvipol	121	103	203	161	271	136	155	-24%

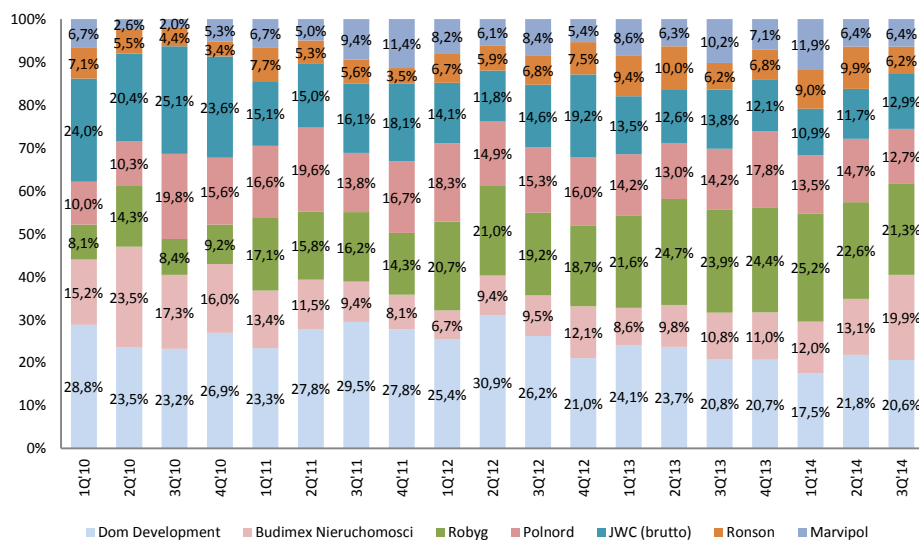
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartałna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



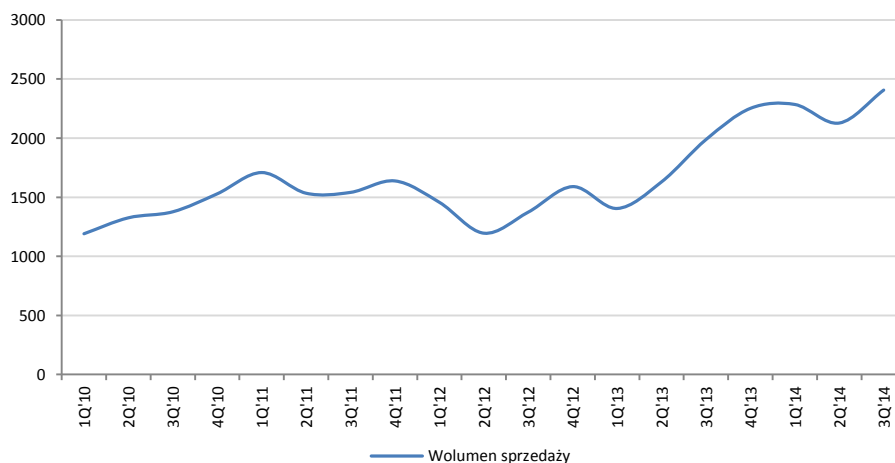
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

Udział w sprzedaży wybranych spółek



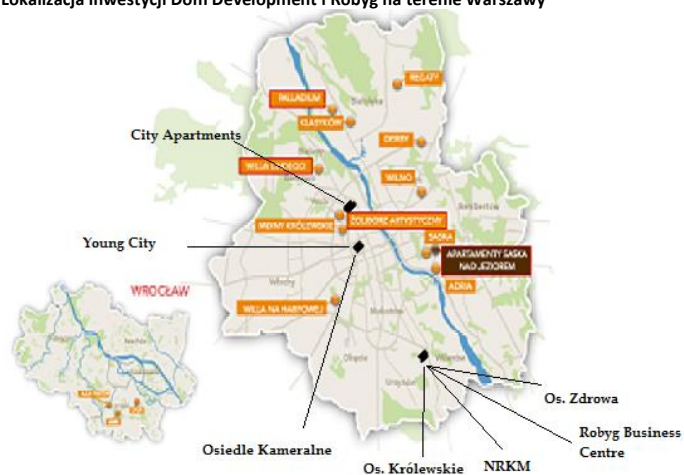
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Lokalizacja inwestycji Dom Development i Robyg na terenie Warszawy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

W 4Q'14 oczekujemy znacznej poprawy wyników dewelopera w ujęciu r/r. Zachowując proporcjonalną metodę raportowania wyników, Robyg wypracowałby 160,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co oznacza poprawę o 37,0% r/r. Oczekiwana przez nas rentowność brutto (uwzględniając usługi generalnego wykonawstwa) wyniesie 20,5% w 4Q'14. Spodziewamy się, że spółka utrzyma koszty stałe na poziomie 10-11 mln PLN, przez co w 4Q'14 osiągnie 23,4 mln PLN EBITDA, a na poziomie netto wykaże ok. 14,1 mln PLN zysku (+64,4% r/r).

Początek 2015 roku w wykonaniu Robyga będzie dosyć spokojny. Oczekujemy, że w 1H'15 spółka przekaze ok. 640 mieszkań, generując jednocześnie 197,9 mln PLN przychodów ze sprzedaży i 11,6 mln PLN zysku netto. Ożywienia oczekujemy w 2H'15, kiedy to sprzedane notarialnie zostanie blisko 1,3 tys. mieszkań.

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się wzrostu przychodów do ok. 508,6 mln PLN, przy wzroście marży brutto deweloperki do ok. 20,2%. Robyg może wypracować ok. 68,5 mln PLN zysku operacyjnego oraz 38,6 mln PLN zysku netto, przy jednoczesnym wzroście rentowności netto o 1,7 p.p. do 7,6%. Według naszych szacunków deweloper powinien przekazać ok. 1540 mieszkań i sprzedać 2100 lokali. Dużo lepszy powinien okazać się rok 2015. Spodziewamy się, że spółka zwiększy przychody ze sprzedaży o ponad 22% (do 594 mln PLN), a także wynik netto, który może wynieść nieco powyżej 49,3 mln PLN.

W kolejnych latach oczekujemy zwiększania poziomu kontraktacji i przekazania do ok. 2400-2500, przy docelowej rentowności brutto projektów na poziomie ok. 21%. Spodziewamy się także, że Robyg w długim okresie czasu będzie wypłacał 50% wypracowanego zysku netto. Należy się również liczyć z zakupami gruntów. Zarząd grupy zapowiedział rozbudowę banku ziemi w kwocie 150 mln PLN, co naszym zdaniem w większości będzie miało miejsce jeszcze w '15 (wcześniej oczekiwaliśmy znacznej rozbudowy posiadanych gruntów w 4Q'14). Liczymy również, że w najbliższych latach deweloperowi uda się uruchomić projekt we Wrocławiu, a tym samym ugruntuje pozycję jednej z największych spółek na rynku mieszkaniowym.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne) – ujęcie metodą proporcjonalną

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	117,0	158,2	139,9	50,2	160,3	95,9	102,0	131,6	264,8	485,9	508,6	594,4
Wynik brutto ze sprzedaży	24,8	30,0	28,6	11,0	32,9	20,0	19,5	29,1	54,4	90,5	102,6	123,0
SG&A	10,7	9,6	8,8	11,7	10,2	9,6	10,0	11,3	12,7	35,2	40,2	43,5
EBITDA	12,4	20,4	19,9	6,4	23,4	11,0	10,0	18,4	42,3	57,8	70,1	81,7
EBIT	12,1	20,0	19,6	6,1	22,8	10,5	9,5	17,8	41,8	56,7	68,5	79,6
Saldo finansowe	-2,5	-3,1	-2,7	-1,5	-5,4	-2,7	-2,9	-4,4	-8,7	-12,6	-12,7	-18,8
Wynik brutto	9,5	17,0	16,9	4,6	17,4	7,8	6,5	13,4	33,1	44,1	55,8	60,8
Wynik netto	8,6	9,8	11,8	2,9	14,1	6,3	5,3	10,9	26,8	28,8	38,6	49,3
Marża brutto ze sprzedaży	21,2%	19,0%	20,4%	22,0%	20,5%	20,9%	19,1%	22,1%	20,5%	18,6%	20,2%	20,7%
Marża brutto projektów deweloperskich	-	18,7%	20,8%	20,1%	21,2%	22,0%	21,3%	22,9%	21,5%	19,3%	20,2%	21,9%
Marża EBITDA	10,6%	12,9%	14,2%	12,8%	14,6%	11,5%	9,8%	13,9%	16,0%	11,9%	13,8%	13,8%
Marża EBIT	10,3%	12,7%	14,0%	12,2%	14,2%	11,0%	9,3%	13,6%	15,8%	11,7%	13,5%	13,4%
Marża brutto	8,2%	10,7%	12,1%	9,2%	10,8%	8,1%	6,4%	10,2%	12,5%	9,1%	11,0%	10,2%
Marża netto	7,3%	6,2%	8,4%	5,7%	8,8%	6,6%	5,2%	8,3%	10,1%	5,9%	7,6%	8,3%
Liczba lokali sprzedanych	550	576	480	513	540	579	610	604	526	1 731	2 109	2 319
Liczba lokali przekazanych	269	411	472	103	553	340	302	440	849	1 178	1 539	1 931

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne) – ujęcie metodą praw własności

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	137,7	102,9	43,6	151,8	87,1	82,5	123,8	243,7	485,9	436,0	537,1
Wynik brutto ze sprzedaży	23,9	17,6	8,8	30,6	17,3	13,3	26,6	47,7	90,5	80,9	105,0
Udział w zysku/stracie wspólnych przedsięwzięć po opodatkowaniu	4,8	8,2	-0,2	1,9	2,2	5,0	2,0	5,4	0,0	14,7	14,6
EBITDA	19,0	17,6	5,8	22,9	10,5	8,9	17,9	41,1	57,8	65,3	78,3
EBIT	18,6	17,3	5,5	22,3	10,0	8,3	17,4	40,5	56,7	63,7	76,2
Wynik netto	9,8	11,8	2,9	14,1	6,3	5,3	10,9	26,8	28,8	38,6	49,3
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	17,1%	20,2%	20,1%	19,8%	16,2%	21,5%	19,6%	18,6%	18,6%	19,5%
Marża EBITDA	13,8%	17,1%	13,4%	15,1%	12,1%	10,7%	14,5%	16,8%	11,9%	15,0%	14,6%
Marża EBIT	13,5%	16,8%	12,6%	14,7%	11,5%	10,1%	14,0%	16,6%	11,7%	14,6%	14,2%
Marża netto	7,1%	11,5%	6,6%	9,3%	7,3%	6,4%	8,8%	11,0%	5,9%	8,8%	9,2%

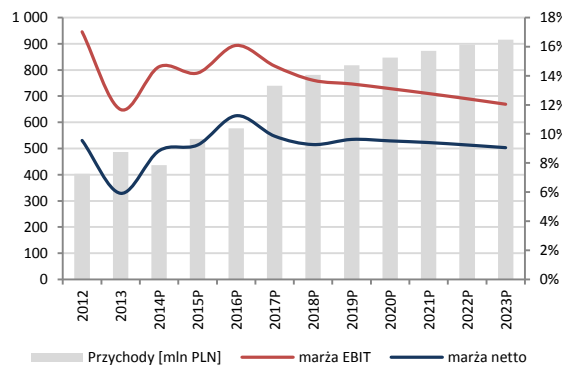
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki projektów uwzględnionych w prognozie szczegółowej na lata 2014-15

	Przychody [mln PLN]				
	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
City Apartments	4,4	0,0	40,6	9,1	50,4
Osiedle Królewskie	57,2	32,4	6,9	53,1	85,7
Królewski Park	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Albatross Towers	23,9	22,3	0,0	0,0	29,1
Wola City	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NRKM	8,6	1,7	0,7	0,0	0,0
Słoneczna Morena	23,6	12,8	16,5	37,1	33,7
Osiedle Kameralne	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Lawendowe Wzgórza	27,4	11,2	3,0	18,5	28,7
Young City	4,1	8,8	19,5	7,8	21,2
Os. Kameralne II, etap 1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Razem	153,6	89,3	87,2	125,6	248,8

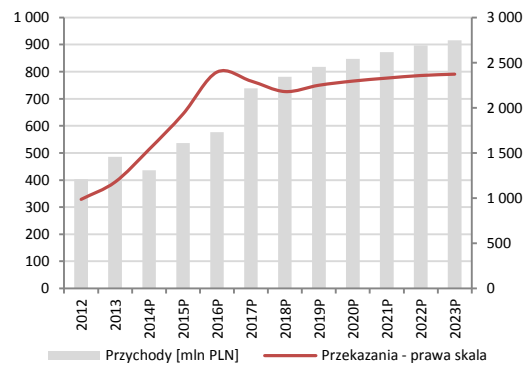
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBIT i netto



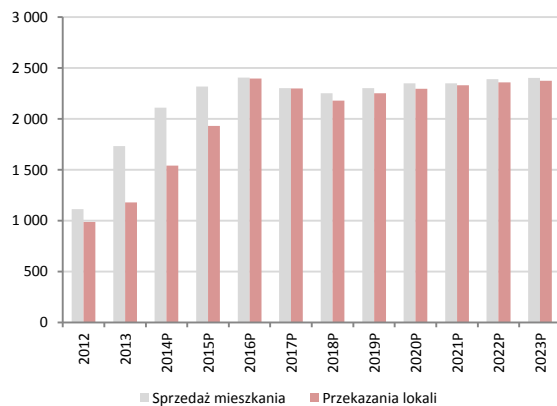
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



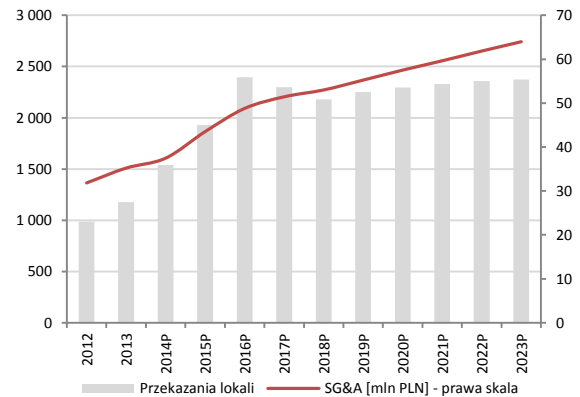
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



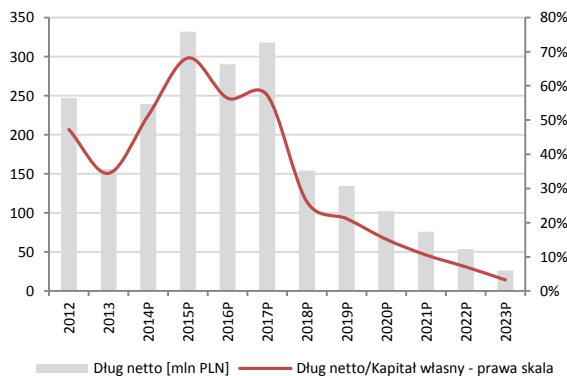
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przekazania vs SG&A [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Zmiany, których dokonaliśmy w modelu względem poprzedniego raportu są dla wyników Robyga znaczące. Przede wszystkim zaktualizowaliśmy strukturę przekazów oraz rentowność brutto niektórych projektów (szczególnie w przypadku lat 2016-17). W wynikach za '14 widoczny jest również wpływ zdarzeń jednorazowych w postaci przeszacowania nieruchomości inwestycyjnej (Robyg Business Center na Wilanowie), czego nie zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji. Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '14 wyniosą 436,0 mln PLN, a EBITDA będzie wynosić 65,3 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien wypracować 38,6 mln PLN zysku (+24,0% względem sierpniowego raportu). Wyniki w '15 są nieznacznie lepsze od naszych wcześniejszych założeń (wzrost EBITDA o 3,9% oraz zysku netto o 0,2%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z sierpnia '14 (ujęcie metodą praw własności)

	2014 stara	2014 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	414,7	436,0	5,1%	505,0	537,1	6,3%	475,8	577,1	21,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	72,9	80,9	11,0%	100,4	105,0	4,5%	91,0	110,2	21,1%
EBITDA	53,9	65,3	21,2%	75,4	78,3	3,9%	77,3	95,0	22,9%
EBIT	52,6	63,7	21,2%	74,1	76,2	2,8%	75,9	92,8	22,3%
Wynik netto	31,1	38,6	24,0%	49,2	49,3	0,2%	50,5	64,8	28,2%
marża brutto	17,6%	18,6%		19,9%	19,5%		19,1%	19,1%	
marża EBITDA	13,0%	15,0%		14,9%	14,6%		16,2%	16,5%	
marża EBIT	12,7%	14,6%		14,7%	14,2%		16,0%	16,1%	
marża netto	7,5%	8,8%		9,7%	9,2%		10,6%	11,2%	

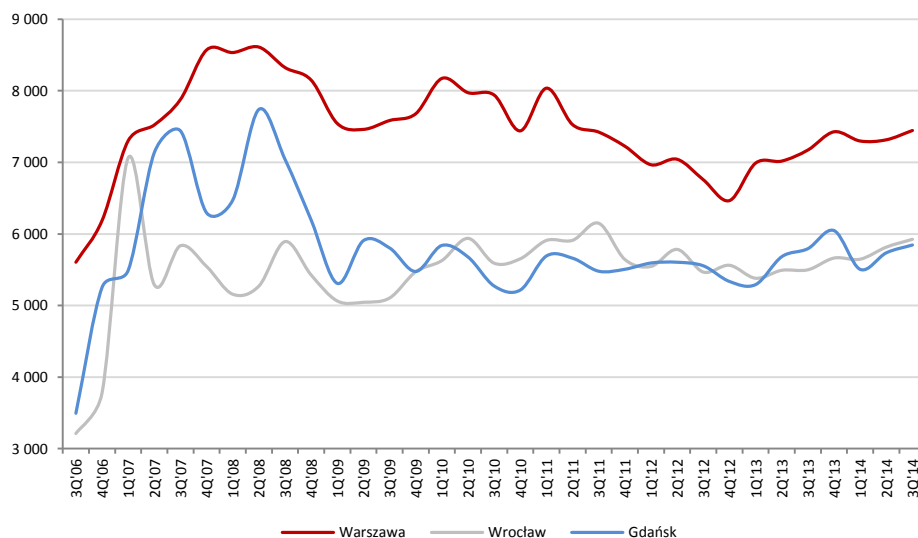
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 2Q'14 na 6 największych rynkach w kraju utrzymywała się na stabilnym, wysokim poziomie, który zachowuje się od końca 2013 r. Pomimo znacznego wzrostu liczby lokali wprowadzonych do oferty, już siódmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu spadła poniżej poziomu 40 tys., co oznacza zrównanie z liczbą zakontraktowanych mieszkań w ostatnich czterech kwartałach. Zaowocowało to wyraźnym skróceniem okresu wyprzedaży bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten spadł poniżej 4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 4,5 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 5 kwartałów. Można się zatem spodziewać, że przy utrzymaniu tego trendu, rynek z fazy równowagi może wejść w fazę nadwyżki popytu nad podażą i wzrostu cen.

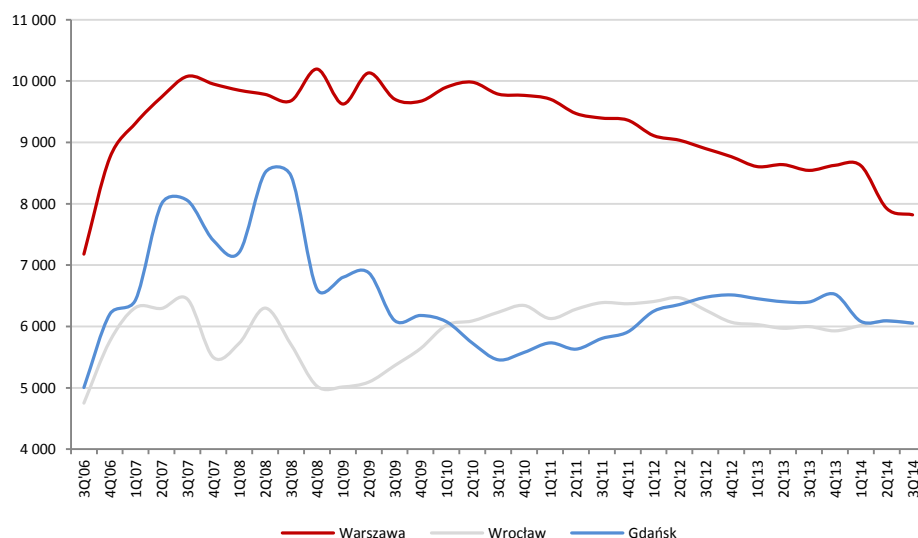
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nieznacznie wzrosły w 2Q'14 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 1,8% q/q (+3,8% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,9 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Robyg



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Robyg



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

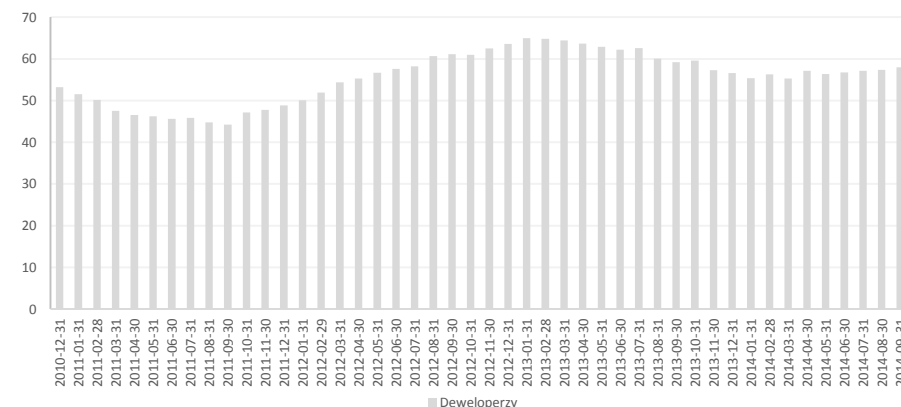
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 45% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 42%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Liczba rozpoczętych budów i przekazanych lokali [tys.]



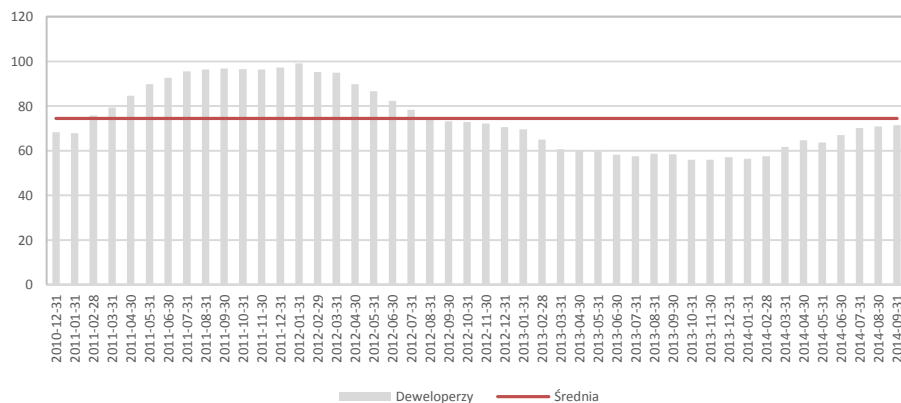
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



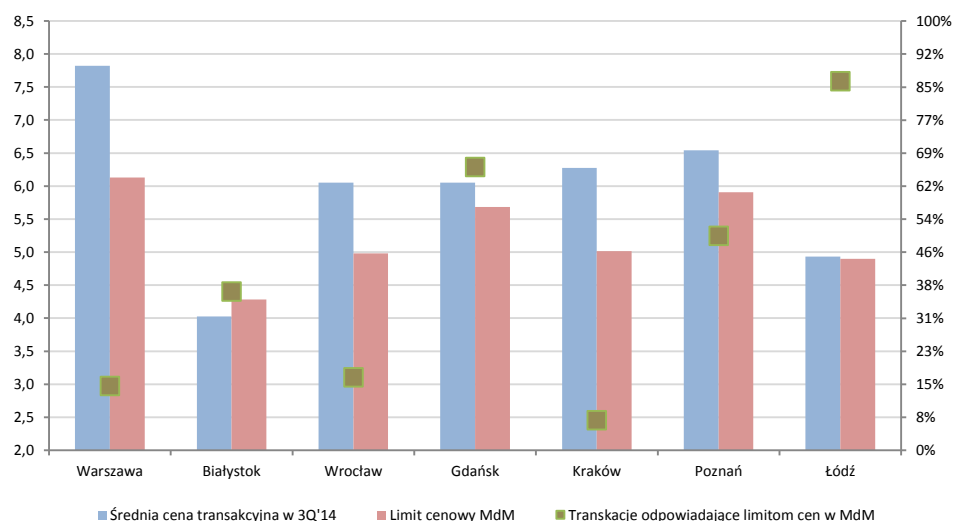
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i wcześniejsze regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja S3). Zdaniem części deweloperów koniunktura na polskim rynku mieszkaniowym poprawia się od początku 2013 r. Dzięki stopom procentowym zwiększa się zdolność kredytowa osób fizycznych związana z niższymi kosztami kredytu. Dodatkowo zauważalny jest odpływ kapitału z niskooprocentowanych depozytów, głównie na rynek nieruchomości. Niskie stopy procentowe wzmagają także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 2Q'14 odnotowano niewielki wzrost poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych (wpływ podniesienia marż przez banki). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Patrząc na działalność większości deweloperów można zauważyć, że pomimo upływu 2-óch lat od wejścia w życie „nowej” ustawy deweloperskiej, mieszkania wprowadzane do sprzedaży w 2Q'14 niemal w połowie były oferowane bez rachunku powierniczego. Spółki tłumaczą to kontynuacją kolejnych etapów realizowanych wcześniej inwestycji lub też spełnieniem formalnego wymogu ogłoszenia sprzedaży przed 29 kwietnia. Na 6 głównych rynkach tylko 28% lokali jest oferowanych z rachunkiem powierniczym.

Dosyć dyskusyjny wydaje się być wpływ programu MdM. W przypadku większości deweloperów giełdowych program ma marginalne znaczenie, zwłaszcza dla działających na terenie Warszawy. Tylko nieliczne inwestycje (jak np. pierwszy etap Central Park Marvipolu) kwalifikują się do MdM, przez co mieszkania z tych projektów najszybciej znikają z oferty. W przypadku miast z niskim limitem wpływ na kształtowanie cen jest raczej niewielki. Różnice w limitach cen powodują znaczne dysproporcje w liczbie wniosków i kwotach dopłat (co jest jednym z głównych argumentów przeciwników programu). Najwięcej zyskali mieszkańcy Warszawy (trafiło tu ok. 19 mln PLN) oraz Gdańska (13,6 mln PLN). Nie wynika to jednak z korzystnego limitu, ale z bardzo szerokiej oferty. Innym skutkiem MdM jest zróżnicowany wpływ na lokalizację nowych inwestycji mieszkaniowych.

Limity cenowe dla wybranych miast w MdM

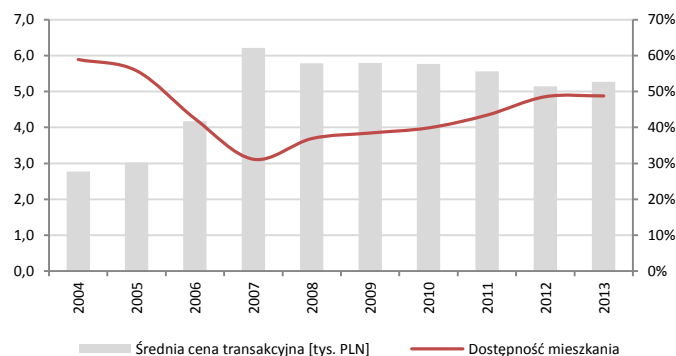


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., AMRON

Drugim rządowym programem, który może mieć wpływ na rynek, jest Fundusz Mieszkań na Wynajem. Jest to program oferowany we współpracy z BGK, który przewiduje zainwestowanie 5 mld PLN w zakup nieruchomości, a następnie ich wynajem. Portfel ma obejmować 20 tys. lokali w tym całe budynki. Zgodnie z zapowiedziami BGK pierwsze nieruchomości miały być nabyte jeszcze w pierwszej połowie 2014 r. (do tej pory brak jest jednak informacji o konkretnych zakupach).

Z danych AMRON i GUS wynika, że dostępność mieszkania za przeciętne wynagrodzenie w ostatnich dwóch latach ustabilizowała się od 2007 roku zauważalny jest trend wzrostowy. Na zwiększenie siły nabywczej składają się dwa zasadnicze czynniki. Po pierwsze, wzrasta poziom przeciętnego wynagrodzenia netto w sektorze przedsiębiorstw (obecnie wynosi on ok. 26 tys. PLN), po drugie, dynamika zmian cen transakcyjnych (dla 7 największych miast) jest niższa od tempa wzrostu płac.

Wskaźnik dostępności mieszkania

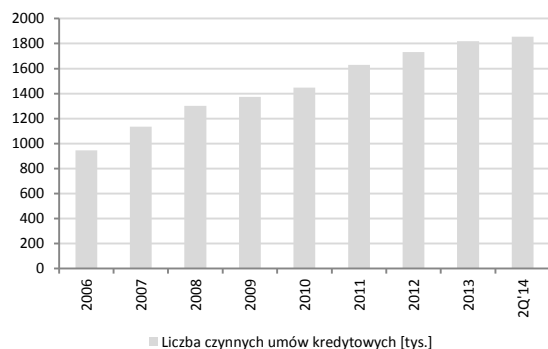


Źródło: AMRON, GUS

W 2Q'14 przyrost czynnych umów kredytowych wyniósł 35,6 tys. szt., co oznacza wzrost o niecałe 0,1% w stosunku do 4Q'13. Oznacza to, że obecnie liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy wynosi 1,9 mln. Analitycy AMRON wskazują, że łączny stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrósł o 1,3% q/q do poziomu 339,2 mld PLN. Jeśli tendencja się utrzyma w 2014 roku, będzie to kolejny rok stabilizacji, z którą mamy do czynienia od końca 2011 r.

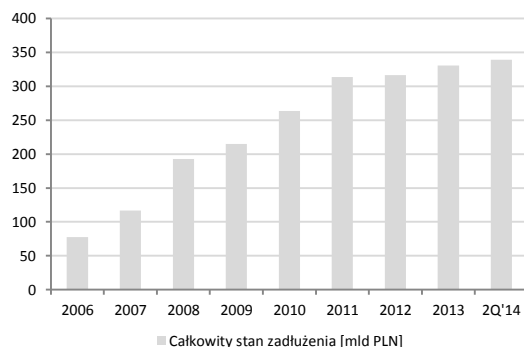
Łączna liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 2Q'14 wyniosła 45,5 tys. Oznacza to, że dynamika wyniosła o 8,5% q/q, a sam wynik jest zbliżony do 3Q'13. Również pod względem wartości podpisywanych umów kredytowych mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 8,2% q/q. W 2Q'14 wartość nowych kredytów hipotecznych wyniosła 9,6 mld PLN.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



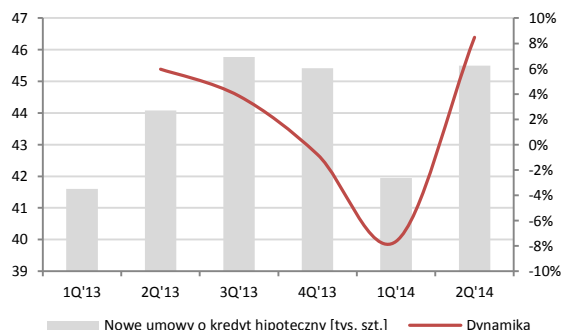
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



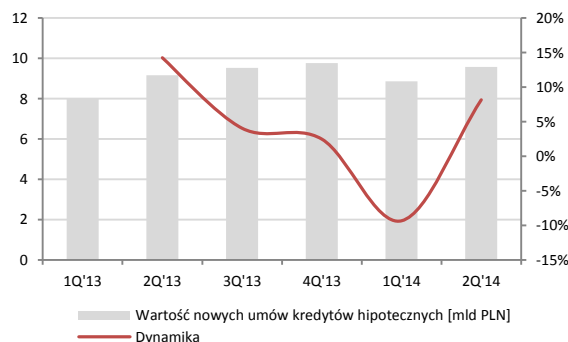
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



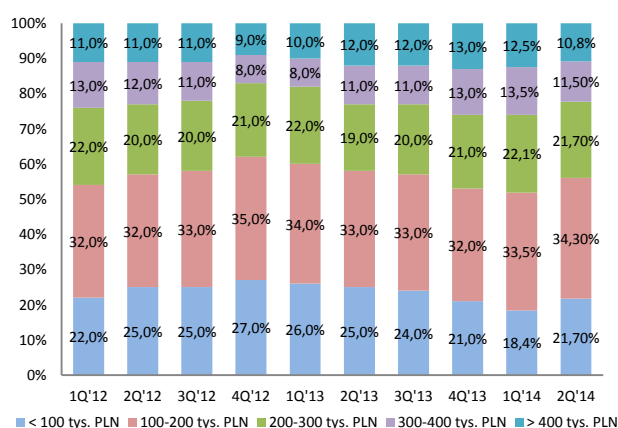
Źródło: ZBP

KNF rekomenduje bankom udzielanie kredytów w walutach obcych jedynie tym klientom, którzy posiadają przychody w danej walucie (rekomendacja weszła w życie 1 lipca 2014 r.). Patrząc jednak na akcję kredytową od kilku kwartałów zauważalna jest tendencja marginalizacji obcych walut względem PLN. Obecnie ok. 99% nowych kredytów hipotecznych jest udzielanych w rodzimej walucie. W 2Q'14 kredyty wyrażone w PLN stanowiły 99,7%, co oznacza wzrost o 0,2 p.p. q/q.

Przeciętna wartość kredytu mieszkaniowego udzielonego w 2Q'14 wynosiła 206,1 tys. PLN, co oznacza ustabilizowanie względem 1Q'14. Natomiast średnia wartość kredytu denominowanego w walucie obcej była bliska 653,1 tys. PLN. Oznacza to spadek o ponad 30% (z poziomu 500,3 tys. PLN). Od początku roku zauważalne były także zmiany w strukturze nowych kredytów. Kredyty o wysokości do 100 tys. PLN odpowiadały za 21,7% nowych umów. Ich udział wzrósł zatem o 3,3 p.p.. Banki dużo częściej udzielały kredytów o wartości 100-200 tys. PLN (+0,8 p.p. q/q). Znacznie mniejszy udział miały kredyty o wartości 300-400 tys. PLN (-2,0 p.p. q/q) i powyżej 400 tys. PLN (-1,7 p.p.).

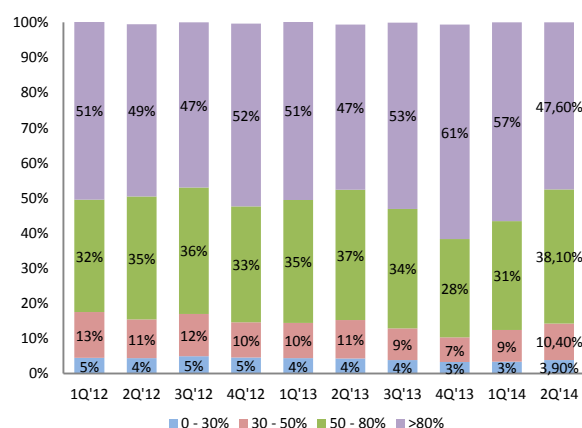
Istotny wpływ na rynek wywarł natomiast zapis o maksymalnej wartości LtV. KNF wprowadził obowiązek posiadania co najmniej 5% wkładu własnego od początku 2014 roku i coroczny wzrost o kolejne 5 p.p. Zmiana zapisów była już widoczna w 1Q'14 i była kontynuowana w 2Q'14. Kredyty o wskaźniku LtV powyżej 80% spadły o 9,4 p.p. q/q do 47,6 % wszystkich nowo podpisanych umów. Banki udzieliły znacznie więcej kredytów o wskaźniku w przedziałach 30-50% oraz 50-80% (wzrosty odpowiednio o 1,4 p.p. i 7 p.p. q/q).

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów

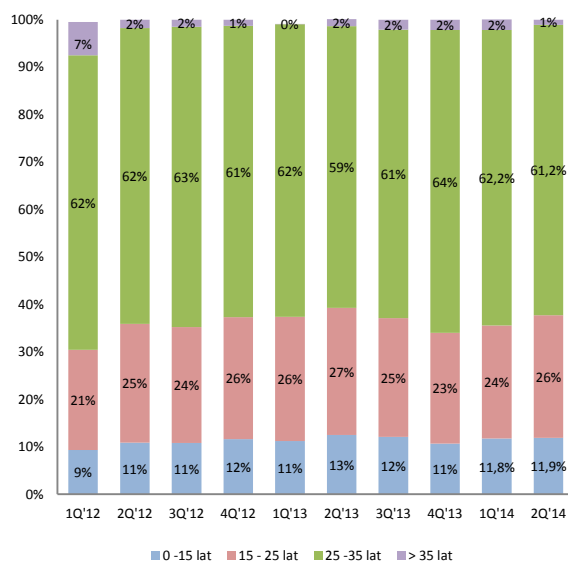


Źródło: AMRON, ZBP

KNF zaleca bankom, aby klientom detalicznym udzielać kredytów na okres nie dłuższy niż 25 lat. Okres ten może jednak być wydłużony do maks. 35 lat. Z danych NBP wynika, że blisko 2/3 kredytów zaciąganych jest na min. 25 lat, z czego ok. 1% dotyczy okresu powyżej 35 lat. W 2Q'14 wzrósł udział kredytów o krótszym okresie zapadalności, czyli do 15 lat (0,1 p.p. q/q) oraz w przedziale 15-25 lat (+2,0 p.p. q/q). Spadł natomiast odsetek kredytów o terminie 25-35 lat o 1,0 p.p. Mimo to stanowiły one ponad 61% ogólnej liczby udzielonych kredytów.

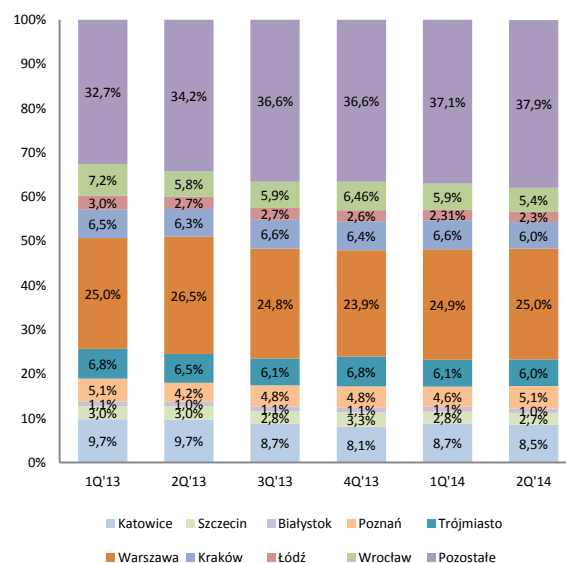
Z badań rynku przeprowadzonych przez ZBP wynika, że w 2Q'14 zwiększyła się liczba kredytów udzielonych w mniejszych miastach Polski (+0,1 p.p. q/q). Niemniej, niemal 63% całości nowych kredytów było zaciągniętych w 9 największych miastach kraju. Tradycyjnie największy odsetek miał miejsce w Warszawie, gdzie odnotowano wzrost o 0,1 p.p. do 25,0%. Na drugim miejscu znalazły się Katowice (8,5%), a na trzecim Trójmiasto i Kraków (po 6,0%) Nieznaczne zmiany świadczą o stabilizacji struktury geograficznej polskiego rynku kredytów mieszkaniowych.

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



Źródło: AMRON, ZBP

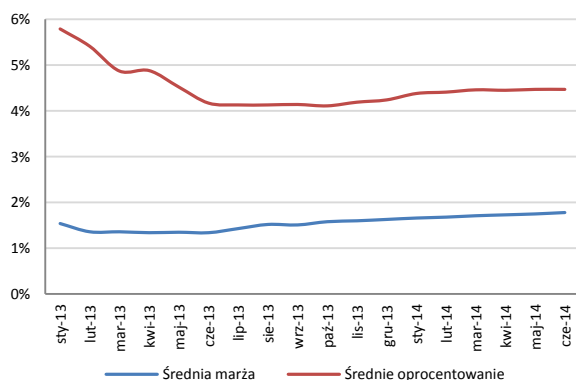
Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

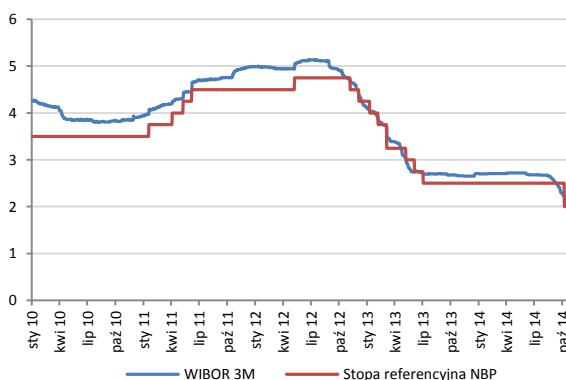
W okresie 2Q'14 banki dalej prowadziły akcję podwyższania marż kredytów hipotecznych. Średnia marża modelowego kredytu wyniosła 1,8%, co oznacza podwyżkę o niemal 0,1 p.p. q/q. Przeciętne oprocentowanie pozostało niemal bez zmian i wynosiło niecałe 4,5%. Po obniżeniu stopy referencyjnej przez RPP, WIBOR 3M zbliżył się do jej poziomu i wynosi blisko 2,0%.

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	382,8	383,4	345,0	359,3	390,5	400,2	276,0	276,2	276,4	276,5	276,6	276,6
Rzeczowe aktywa trwałe	7,8	8,2	20,2	19,8	19,8	20,0	20,2	20,3	20,5	20,6	20,7	20,7
Wartości niematerialne i prawne	21,8	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
Nieruchomości inwestycyjne	132,9	104,5	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3	123,3
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	0,0	87,9	69,0	83,6	114,9	124,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	220,4	160,7	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5
Aktywa obrotowe	828,0	697,0	733,0	842,1	822,6	906,4	902,4	924,0	944,1	964,9	993,5	1011,6
Zapasy	658,3	441,2	513,2	652,6	616,9	672,3	667,6	694,0	707,5	724,2	747,7	763,9
Należności z tyt. dostaw i usług	26,3	36,7	58,8	65,6	77,5	88,7	92,7	95,0	98,9	102,1	105,0	107,6
Pozostałe aktywa obrotowe	19,3	11,0	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	124,1	208,1	130,9	93,8	98,1	115,4	112,0	104,9	107,6	108,5	110,7	110,0
Aktywa razem	1210,8	1080,4	1078,1	1201,5	1213,1	1306,6	1178,5	1200,2	1220,5	1241,4	1270,1	1288,2
Kapitał (fundusz) własny	522,9	453,2	466,1	486,5	514,3	553,2	588,0	629,2	668,9	708,9	748,8	788,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	249,2	298,1	409,0	464,8	430,5	477,3	327,3	302,3	275,2	252,2	235,2	210,2
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	205,8	258,8	363,8	419,6	385,3	432,1	282,1	257,1	230,0	207,0	190,0	165,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	43,5	39,3	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	438,7	329,1	203,0	250,2	268,4	276,1	263,1	268,7	276,3	280,2	286,0	289,8
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	48,6	45,2	79,1	80,0	94,8	108,4	113,4	116,1	120,9	124,8	128,4	131,5
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	179,5	124,3	16,6	16,5	15,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaliczki otrzymane od klientów	185,7	143,9	84,9	131,3	136,2	130,4	127,4	130,3	133,1	133,1	135,3	136,0
Rezerwy	18,5	11,2	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	6,4	4,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Pasywa razem	1210,8	1080,4	1078,1	1201,5	1213,1	1306,6	1178,5	1200,2	1220,5	1241,4	1270,1	1288,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	402,9	485,9	436,0	537,1	577,1	739,1	781,1	818,3	847,3	872,3	896,5	915,9
Koszty produktów, towarów i materiałów	305,3	395,4	355,1	432,1	466,9	590,5	623,5	655,8	681,8	704,9	727,4	746,2
Zysk brutto ze sprzedaży	97,6	90,5	80,9	105,0	110,2	148,6	157,6	162,4	165,4	167,4	169,1	169,7
Udział w zysku JV	0,0	0,0	14,7	14,6	31,2	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	12,2	14,3	14,8	15,8	19,9	21,3	21,6	22,5	23,4	24,0	24,7	25,2
Koszty zarządu	19,6	20,9	22,6	27,7	28,9	30,1	31,4	32,7	34,1	35,6	37,1	38,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,8	1,4	5,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITDA	69,8	57,8	65,3	78,3	95,0	108,9	106,9	109,5	110,3	110,2	109,6	108,1
EBIT	68,6	56,7	63,7	76,2	92,8	106,8	104,8	107,4	108,1	108,0	107,4	105,9
Saldo działalności finansowej	-11,4	-12,6	-12,1	-18,8	-20,2	-21,0	-17,8	-13,0	-11,8	-10,5	-9,5	-8,4
Zysk (strata) brutto	57,2	44,1	51,6	57,4	72,6	85,8	87,0	94,3	96,3	97,5	98,0	97,6
Zysk (strata) netto	38,5	28,8	38,6	49,3	64,8	71,3	70,5	76,4	78,0	79,0	79,4	79,0
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	109,3	183,9	-33,1	-43,3	99,4	26,1	93,0	68,5	82,2	75,7	70,4	74,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-20,0	-17,1	8,0	-1,8	-2,1	-2,3	122,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-79,4	-77,9	-34,1	8,0	-93,0	-6,6	-218,5	-73,2	-77,1	-72,5	-66,0	-73,0
Przepływy pieniężne netto	9,8	88,9	-59,2	-37,1	4,3	17,2	-3,4	-7,1	2,7	0,9	2,1	-0,6
Środki pieniężne na początek okresu	128,3	138,2	193,9	130,9	93,8	98,1	115,4	112,0	104,9	107,6	108,5	110,7
Środki pieniężne na koniec okresu	138,2	227,1	130,9	93,8	98,1	115,4	112,0	104,9	107,6	108,5	110,7	110,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *wyniki zaprezentowane metodą praw własności

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody zmiana r/r	151,1%	20,6%	-10,3%	23,2%	7,5%	28,1%	5,7%	4,8%	3,5%	3,0%	2,8%	2,2%
EBITDA zmiana r/r	321,0%	-17,1%	13,0%	19,9%	21,3%	14,7%	-1,9%	2,4%	0,7%	-0,1%	-0,5%	-1,4%
EBIT zmiana r/r	337,0%	-17,2%	12,3%	19,5%	21,8%	15,1%	-1,9%	2,5%	0,7%	-0,1%	-0,5%	-1,4%
Zysk netto zmiana r/r	16,1%	-25,3%	34,1%	27,8%	31,4%	10,1%	-1,2%	8,5%	2,0%	1,3%	0,5%	-0,4%
Marża brutto na sprzedaży	24,2%	18,6%	18,6%	19,5%	19,1%	20,1%	20,2%	19,8%	19,5%	19,2%	18,9%	18,5%
Marża EBITDA	17,3%	11,9%	15,0%	14,6%	16,5%	14,7%	13,7%	13,4%	13,0%	12,6%	12,2%	11,8%
Marża EBIT	17,0%	11,7%	14,6%	14,2%	16,1%	14,5%	13,4%	13,1%	12,8%	12,4%	12,0%	11,6%
Marża brutto	14,2%	9,1%	11,8%	10,7%	12,6%	11,6%	11,1%	11,5%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%
Marża netto	9,6%	5,9%	8,8%	9,2%	11,2%	9,7%	9,0%	9,3%	9,2%	9,1%	8,9%	8,6%
ROE	7,4%	6,3%	8,3%	10,1%	12,6%	12,9%	12,0%	12,1%	11,7%	11,1%	10,6%	10,0%
ROA	3,2%	2,7%	3,6%	4,1%	5,3%	5,5%	6,0%	6,4%	6,4%	6,4%	6,2%	6,1%
Dług	385,2	383,2	380,3	436,1	400,3	447,1	282,1	257,1	230,0	207,0	190,0	165,0
D/(D+E)	31,8%	35,5%	35,3%	36,3%	33,0%	34,2%	23,9%	21,4%	18,8%	16,7%	15,0%	12,8%
D/E	279,8%	546,9%	443,4%	865,7%	351,1%	421,4%	92,2%	69,1%	52,4%	41,2%	34,0%	26,5%
Odsetki / EBIT	27,7%	35,5%	32,2%	28,3%	22,0%	21,1%	19,2%	14,2%	12,9%	11,7%	10,8%	10,0%
Dług / Kapitał własny	73,7%	84,5%	81,6%	89,6%	77,8%	80,8%	48,0%	40,9%	34,4%	29,2%	25,4%	20,9%
Dług netto	247,0	156,1	249,4	342,3	302,1	331,7	170,1	152,2	122,4	98,5	79,3	55,0
Dług netto / Kapitał własny	47,2%	34,4%	53,5%	70,4%	58,7%	60,0%	28,9%	24,2%	18,3%	13,9%	10,6%	7,0%
Dług netto / EBITDA	354,0%	269,9%	381,8%	437,1%	318,1%	304,5%	159,1%	139,0%	111,0%	89,4%	72,3%	50,8%
Dług netto / EBIT	360,3%	275,1%	391,4%	449,2%	325,5%	310,5%	162,3%	141,8%	113,2%	91,2%	73,8%	51,9%
EV	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6	576,6
Dług / EV	66,8%	66,5%	66,0%	75,6%	69,4%	77,5%	48,9%	44,6%	39,9%	35,9%	33,0%	28,6%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	58,3%	136,7%	92,0%	84,5%	97,6%	109,7%	107,5%	108,5%	107,3%	105,8%	103,2%	103,0%
Amortyzacja / Przychody	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Przychody	6,8%	37,1%	-10,9%	-14,8%	9,0%	-6,4%	-0,2%	-2,5%	-1,1%	-1,8%	-2,4%	-1,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,4%	217,2%	-243,6%	-102,4%	54,4%	-72,3%	-1885,7%	-55,3%	-31,1%	-64,0%	-87,7%	-84,9%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
MC/S	1,4	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	15,0	20,0	15,0	11,7	8,9	8,1	8,2	7,5	7,4	7,3	7,3	7,3
P/BV	1,40	1,38	1,32	1,26	1,19	1,10	1,03	0,96	0,90	0,85	0,80	0,76
P/CE	3,5	2,4	3,4	4,0	3,5	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0
EV/EBITDA	12,0	13,0	11,8	11,2	8,6	8,2	7,0	6,7	6,3	6,1	6,0	5,8
EV/EBIT	12,2	13,2	12,1	11,5	8,8	8,3	7,1	6,8	6,5	6,3	6,1	6,0
EV/S	2,1	1,5	1,6	1,5	1,2	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9
EPS	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
DPS	0,12	0,08	0,08	0,11	0,14	0,12	0,14	0,13	0,15	0,15	0,15	0,15
Dyid	5,4%	3,6%	3,6%	5,0%	6,4%	5,6%	6,2%	6,1%	6,6%	6,8%	6,8%	6,9%
Payout ratio	93,4%	53,7%	72,9%	75,0%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 2,20 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	2,45	akumuluj	2,45	03.12.2014	2,20	53 854
Akumuluj	2,45	---	---	04.08.2014	2,19	50 557

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	2	22%
Akumuluj	3	33%
Trzymaj	2	22%
Redukuj	2	22%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 EV/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.12.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 08.12.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcji dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 03.12.2014 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.