



Dom Maklerski BDM S.A.

ROBYG

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 2,84 PLN

25 LISTOPADA 2015

Robyg udanie wykorzystuje otoczenie makroekonomiczne, co widać po poprawie wolumenów kontraktacji. Rynek jest wspierany przez niskie stopy procentowe oraz rządowe programy, co podtrzymuje obecną koniunkturę. Po dobrym odczycie za 3Q'15 (638 lokale) uważamy, że tegoroczna prognoza zarządu (>2,2 tys. przedsprzedanych mieszkań) jest niezagrażona i powinno to pozwolić spółce na utrzymanie pozycji lidera. Jednocześnie deweloper od początku roku istotnie uzupełnił posiadany bank ziemi (w okresie 1-3Q'15 zakupiono działki umożliwiające wybudowanie ok. 4,6 mieszkań), dzięki czemu lata 2016-17 również mogą przynieść wzrosty kontraktacji. W '17 grupa powinna wejść na rynek wrocławski, co pozwoliłoby na utrzymanie skali działalności i stanowiłoby jednocześnie zabezpieczenie przed „wygrzaniem” rynku stołecznego (jest to kolejny element dywersyfikacji banku ziemi). Dlatego też postanowiliśmy podnieść nasze założenia dla wyników Robyga w kolejnych latach. Zwracamy przy okazji uwagę na stabilne strumienie dywidend, które w najbliższych latach mogą istotnie wzrosnąć (szacujemy, że DPS w '16 wyniesie 0,15 PLN/walor, a w '17 zwiększy się do 0,17 PLN) oraz na umocnienie pozycji gotówkowej (na koniec 3Q'15 dług netto w relacji do kapitałów własnych wynosił 0,4x!). Dodatkowo, w przypadku realizacji naszych założeń deweloper byłby znacznie tańszy dla wskaźników P/E dla dużych podmiotów zagranicznych, jak i krajowych podmiotów z branży. Czynnikiem wspierającym kurs Robyga powinno być również pozyskanie inwestora strategicznego w najbliższych miesiącach (niewykluczone jest fuzja), co definitywnie rozwiązałoby problem podaży akcji przez LBPOL. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do 2,84 PLN/akcję i utrzymanie zalecenia Akumuluj.

Od początku roku spółka znalazła nabywców na blisko 1,8 tys. lokali, co sprawia, że Robyg bez większych trudności powinien przekroczyć w '15 pułap 2,2 tys. zakontraktowanych mieszkań. Estymujemy, że przełoży się to na oddanie do użytku w '16 ok. 2,4 tys. mieszkań i znaczny wzrost zysków. Według naszych założeń przyszłoroczna EBITDA wzrośnie do 94,3 mln PLN, a wynik netto zwiększy się do 73,7 mln PLN. Spodziewamy się również, że dzięki rozbudowie banku ziemi deweloper będzie w stanie poszerzyć ofertę w '16, co pozwoli na utrzymanie skali działalności i dalszy wzrost zysków w '17.

W modelu przyjmujemy także, że deweloper będzie kontynuował politykę dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami – na '16 przyjmujemy, że Robyg wypłaci ok. 80% „gotówkowego” zysku za '15, a w kolejnych latach obniży poziom do 60%.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	402,9	485,9	409,3	431,9	517,4	574,6
EBITDA adj. [mln PLN]*	56,3	57,8	51,8	56,6	94,3	102,0
EBIT adj. [mln PLN]*	55,1	56,7	50,5	54,9	92,4	100,1
Wynik netto adj. [mln PLN]*	25,0	28,8	38,4	42,9	73,6	75,6
P/BV	1,61	1,58	1,48	1,34	1,25	1,18
P/E*	26,4	23,0	17,2	15,4	9,0	8,7
EV/EBITDA*	16,4	14,4	16,8	13,5	8,2	8,0
EV/EBIT*	16,7	14,7	17,2	14,0	8,4	8,1
DPS	0,12	0,08	0,08	0,11	0,15	0,17

*Dane oczyszczone o przeszacowania biurowca (w '14; ok. 10 mln PLN) oraz korzyści podatkowe wykazane w '15 (ok. 37 mln PLN)

Wycena końcowa [PLN]	2,84
Potencjał do wzrostu / spadku	+10,7%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,51
Kapitalizacja [mln PLN]	660,4
Ilość akcji [mln. szt.]	263,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,60
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,21
Stopa zwrotu za 3 mc	8,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	8,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	18,5%
Akcjonariat (% głosów):	
LBPOL	16,0%
TFI PZU	11,2%
PTE PZU	9,1%
Aviva OFE	7,5%
Oscar Kazanelson	7,3%
PKO BP PTE	6,6%
NN PTE	5,1%
Pozostali	37,1%

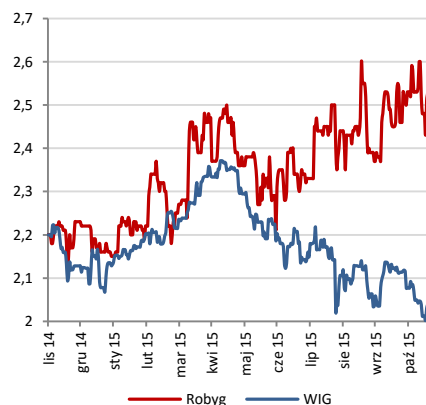
Adrian Górniak

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'2015.....	10
WYNIKI DEWELOPERÓW GIEŁDOWYCH W 3Q'15.....	12
PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY.....	15
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU.....	18
OTOCZENIE RYNKOWE.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Robygu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,83 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,89 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 748,4 mln PLN, czyli **2,84 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	743,5	2,83
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	759,9	2,89
C = (A*70%+B*30%)	Wycena [PLN]	748,4	2,84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

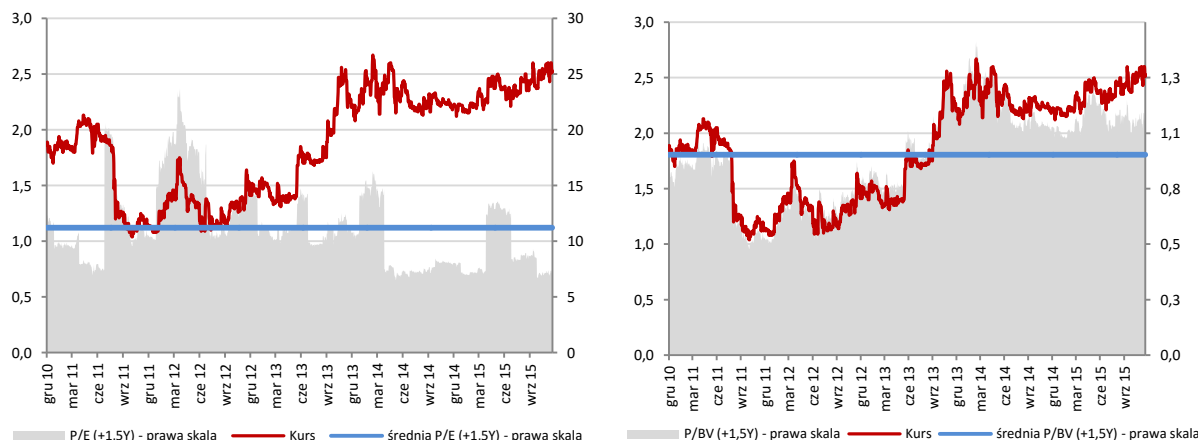
Rok 2015 powinien stanowić ugruntowanie pozycji lidera przez Robygu. Spodziewamy się, że deweloper znajdzie blisko 2,3 tys. nabywców na swoje projekty i jednocześnie odda do użytku blisko 1,9 tys. lokali, co pozwoli wypracować 431,9 mln PLN przychodów oraz 56,6 mln PLN EBITDA. Oczyszczony o one-off'y podatkowe zysk netto może wynieść 43 mln PLN. W '16 zakładamy, że w wynikach wymierne przełożenie znajdzie tegoroczna kontraktacja, a spółka przekaże klientom ok. 2,4 tys. mieszkań. Tym samym wpływ ze sprzedaży notarialnej wygenerowałoby 517,4 mln PLN i 94,3 mln PLN EBIT.

Robygu z powodzeniem realizuje strategię, która ma pozwolić na zbliżenie się do poziomu 2,4-2,5 tys. rocznie lokali w latach 2016-17. Przyczyniła się do tego rozbudowa oferty o 1,4 tys. mieszkań od początku bieżącego roku oraz zwiększenie banku ziemi na ponad 4,6 tys. lokali. Dlatego też podnieśliśmy nasze założenia i oczekujemy, że w latach 2016-17 deweloper może znaleźć nabywców na 2,3-2,4 tys. mieszkań. Po okresie szczegółowej prognozy oczekujemy spadku sprzedawanych i przekazywanych lokali (konserwatywne założenia, branża mieszkaniowa jest silnie uzależniona od gospodarki i poddaje się dużej cykliczności) i powrót do pułapów ok. 2,2 tys. W dłuższej perspektywie zakładamy, że spółka docelowo będzie w stanie zwiększyć przed sprzedaż do 2,3-2,4 tys. w roku 2024. W modelu przyjmujemy także, że deweloper będzie kontynuował politykę dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami – na '16 przyjmujemy, że Robygu wypłaci ok. 80% „gotówkowego” zysku za '15, a w kolejnych latach obniży poziom do 60% (odbieramy to jako chęć szybszego zwiększenia skali działalności i utrzymania pozycji jednego z liderów).

Kilka miesięcy temu władze grupy ogłosiły, że poszukują inwestora strategicznego, który zapełniłby lukę po opuszczającym akcjonariat funduszu LBPOL (obecnie ma ok. 16% udziałów w akcjonariacie). W międzyczasie powyżej progu 5% ujawniło się kilka podmiotów instytucjonalnych. W połowie listopada Robygu opublikował raport bieżący, z którego wynikało, że spółka prowadzi rozmowy z podmiotem z branży, który mógłby zostać udziałowcem większościowym. Jednocześnie nie jest wykluczona fuzja obu podmiotów, dzięki czemu Robygu mógłby zwiększyć zasięg i skalę działalności.

Podsumowując, uważamy że obecna premia względem pozostałych (poza Dom Development) podmiotów z branży notowanych na GPW jest całkowicie uzasadniona. Spółka utrzymuje fotel lidera pod względem kontraktacji, a ścieżka wynikowa wynikająca z harmonogramu przekazania poszczególnych inwestycji jest pozytywna. Na korzyść Robygu przemawiają także dywersyfikacja portfela gruntów (w ostatnich okresach projekty w Gdańsku odpowiadają za coraz większą część kontraktacji, a w planach jest także uruchomienie pierwszych inwestycji na terenie Wrocławia od '17) i bardzo bezpieczna pozycja gotówkowa (dług netto w relacji do kapitałów własnych na koniec 3Q'15 wynosił 0,4x). Inwestorów powinna również zadowolić polityka dywidendy, bowiem od '10 deweloper regularnie dzieli się zyskami z akcjonariuszami, a w kolejnych latach można spodziewać się zwiększenia strumienia dywidend. Dlatego też **decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową akcji do 2,84 PLN**. Obecnie deweloper jest handlowany wg naszych założeń na lata 2015-2016 przy P/BV na pułapie 1,345-1,25x oraz P/E w '16 rzędu 9,0x.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu ustaliliśmy na poziomie 4%. 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 ok. 1,8-1,9 tys mieszkań w 2015 r., a w latach 2016-17 po ok. 2,4 tys. lokali. Po zakończeniu szczegółowej prognozy zakładamy spadek liczby przekazywanych mieszkań, a docelowy pułap w 2024 roku wynosi nieco powyżej 2300 lokali.
- Zakładamy, że Robyg zakontraktuje w latach 2015-16 po ok. 2,3 tys. lokali. W długim terminie poziom ten zwiększy się do ok. 2,3-2,4 tys. lokali.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2015-17) będzie zbliżać się docelowo do 20%.
- Przyjęliśmy założenie o wypłacie dywidendy w wys. 75% z zysku netto w roku 2016, a w okresie 2017-24 w wys. 60%.
- 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.
- Efektywną stawkę w modelu przyjmujemy na poziomie 16-17% (wpływ aktywów rozpoznanych w 3Q'15). W okresie rezydualnym stosujemy stopę 19%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 263,1 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 25.11.2015.

Metoda DCF dała wartość spółki Robyg na poziomie 743,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 2,83 PLN.

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	431,9	517,4	574,6	756,9	779,1	801,1	820,7	839,6	856,5	871,4
EBIT [mln PLN]	54,9	92,4	100,1	103,7	102,2	104,5	106,4	108,1	109,5	110,4
Stopa podatkowa	19%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,4	15,1	16,6	17,3	17,0	17,4	17,8	18,1	18,4	18,6
NOPLAT [mln PLN]	44,4	77,3	83,5	86,4	85,2	87,1	88,6	90,0	91,1	91,9
Amortyzacja [mln PLN]	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
CAPEX [mln PLN]	-3,4	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	15,4	30,2	-45,1	-25,1	-19,9	-12,7	-12,8	-11,6	-11,6	-8,0
FCF [mln PLN]	58,2	106,8	37,8	60,8	64,9	74,1	75,6	78,3	79,4	83,9
DFCF [mln PLN]	57,8	98,6	32,5	48,4	47,8	50,4	47,4	45,2	42,1	40,8
Suma DFCF [mln PLN]	511,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1028,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	500,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1011,5									
Dług netto [mln PLN]	208,8									
Dywidenda [mln PLN]	28,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]	30,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	743,5									
Ilość akcji [tys.]	263,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,83									

Przychody zmiana r/r	5,5%	19,8%	11,0%	31,7%	2,9%	2,8%	2,5%	2,3%	2,0%	1,7%
EBIT zmiana r/r	-9,3%	68,4%	8,3%	3,6%	-1,5%	2,3%	1,8%	1,6%	1,2%	0,9%
FCF zmiana r/r	9,6%	83,5%	-64,6%	60,6%	6,8%	14,2%	2,1%	3,5%	1,4%	5,6%
Marża EBITDA	13,1%	18,2%	17,8%	14,0%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%
Marża EBIT	12,7%	17,9%	17,4%	13,7%	13,1%	13,0%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%
Marża NOPLAT	10,3%	14,9%	14,5%	11,4%	10,9%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	190,3%	137,8%	129,4%	127,8%	120,7%	115,2%	110,6%	106,4%	102,7%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	-5,8%	7,8%	3,3%	2,5%	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-68,2%	-35,3%	78,9%	13,8%	89,2%	57,8%	64,9%	61,3%	68,9%	53,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
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	57,1%	66,9%	64,9%	76,4%	78,4%	86,0%	88,3%	91,2%	94,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	42,9%	33,1%	35,1%	23,6%	21,6%	14,0%	11,7%	8,8%	5,1%	0,0%
WACC	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%

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	2,56	2,74	2,96	3,24	5,04	4,12	4,84	5,98	8,04
	0,8	2,41	2,57	2,76	3,00	3,31	3,73	4,31	5,18	6,64
	0,9	2,27	2,41	2,58	2,79	3,05	3,40	3,87	4,56	5,63
	1,0	2,14	2,27	2,42	2,60	2,83	3,12	3,51	4,06	4,88
	1,1	2,03	2,14	2,27	2,43	2,63	2,88	3,20	3,65	4,29
	1,2	1,92	2,02	2,13	2,27	2,45	2,66	2,94	3,31	3,82
	1,3	1,82	1,91	2,01	2,14	2,29	2,47	2,71	3,02	3,44

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%	2,72	2,93	3,19	3,52	3,96	4,58	5,51	7,05	10,14
	4,00%	2,41	2,57	2,76	3,00	3,31	3,73	4,31	5,18	6,64
	5,00%	2,14	2,27	2,42	2,60	2,83	3,12	3,51	4,06	4,88
	6,00%	1,92	2,02	2,13	2,27	2,45	2,66	2,94	3,31	3,82
	7,00%	1,73	1,81	1,90	2,01	2,14	2,30	2,51	2,77	3,11
	8,00%	1,56	1,62	1,70	1,79	1,89	2,02	2,17	2,36	2,61
	9,00%	1,41	1,47	1,53	1,60	1,68	1,78	1,90	2,04	2,22

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%	4,76	4,46	4,20	3,96	3,75	3,55	3,37	3,20	3,05
	4,00%	4,12	3,81	3,55	3,31	3,10	2,91	2,74	2,59	2,45
	5,00%	3,61	3,31	3,05	2,83	2,63	2,45	2,29	2,14	2,01
	6,00%	3,20	2,91	2,66	2,45	2,26	2,09	1,94	1,80	1,68
	7,00%	2,87	2,59	2,35	2,14	1,96	1,80	1,66	1,54	1,43
	8,00%	2,59	2,32	2,09	1,89	1,72	1,57	1,44	1,33	1,22
	9,00%	2,35	2,09	1,87	1,68	1,52	1,38	1,26	1,15	1,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 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 (po 33%). Ostateczna wycena Robyg metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,89 PLN**.

Wycena porównawcza dla Robyg

	Cena	P/E			P/BV		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dom Development	53,00	17,9	15,1	15,5	1,4	1,3	1,2
PIK Group	136,36	15,1	12,4	10,3	4,2	3,3	2,5
Kaufman & Broad	117,32	15,1	12,1	10,5	1,1	1,0	0,9
Persimmon	76,93	12,3	10,9	9,8	2,4	2,1	2,1
Taylor Wimpey	7,76	12,6	10,8	9,8	2,2	2,0	1,8
Bovis Homes	37,46	8,8	7,2	6,4	1,2	1,1	1,0
Barratt Developments	24,36	13,3	11,1	10,2	1,6	1,5	1,4
Mediana		13,3	11,1	10,2	1,6	1,5	1,4
Robyg	2,57	8,4	9,0	8,8	1,4	1,3	1,2
Premia/dyskonto		-36,8%	-18,9%	-13,6%	-17,8%	-17,9%	-14,6%
Wycena wg wskaźnika		2,16	3,12	2,93	3,08	3,08	2,96
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników			2,74			3,04	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			2,89				

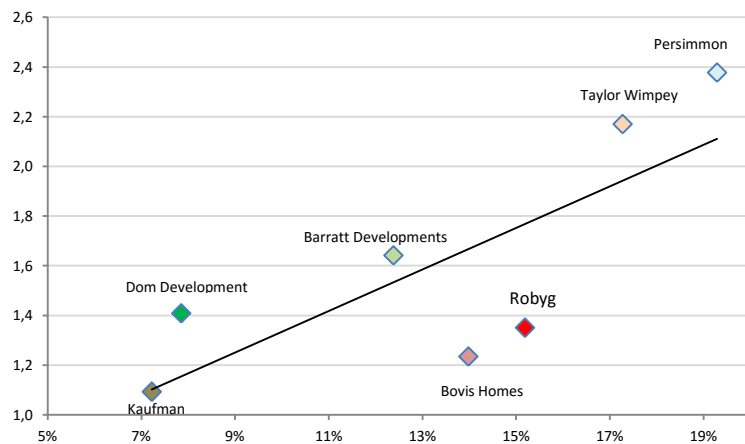
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *wartość wskaźnika P/E'15 dla Robygu uwzględnia one-off podatkowy z '15

Robyg na tle krajowych deweloperów

	P/E		P/BV	
	2015	2016	2015	2016
Dom Development	17,9	15,1	1,4	1,3
Ronson	19,7	7,3	0,7	0,7
Marvipol	11,4	5,7	0,9	0,8
Polnord	29,7	31,4	0,4	0,4
Vantage	24,4	11,0	0,5	0,5
LC Corp	1	8,5	0,6	0,6
Mediana	19,7	9,7	0,7	0,6
Robyg	8,4*	9,0	1,4	1,3
Premia/dyskonto	-57,5%	-7,2%	99,1%	99,5%

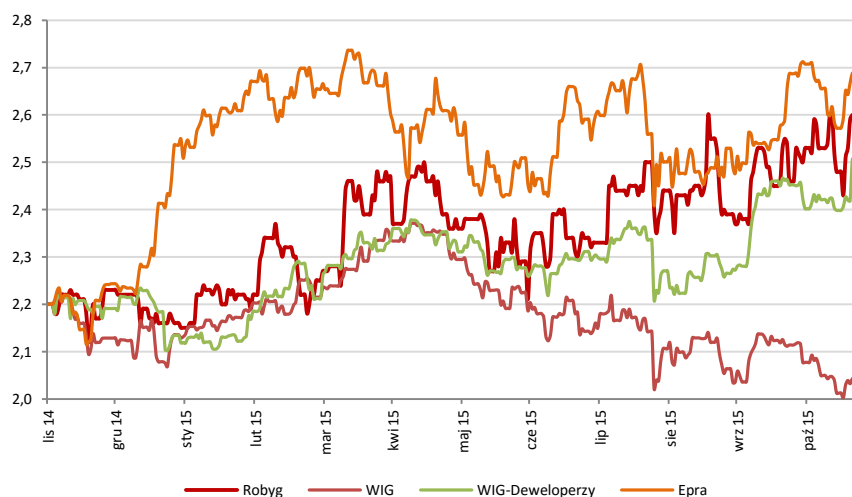
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *wartość wskaźnika P/E'15 dla Robygu uwzględnia one-off podatkowy z '15

Wskaźniki ROE i P/BV dla Robyg – prognoza na rok 2015



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg, spółki

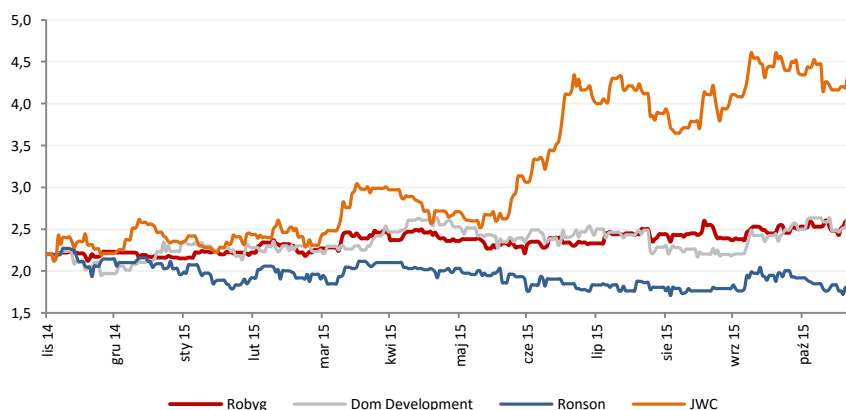
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ostatnich miesiącach akcje Robygu oraz indeks branżowy zachowują się znacznie lepiej niż indeks szerokiego rynku, na co duży wpływ ma utrzymująca się dobra koniunktura.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W okresie roku najlepiej wśród giełdowych deweloperów radziły sobie akcje JWC. Liczymy jednak, że wraz z rozbudową oferty sprzedażowej mocniej zyskają także walory Robygu.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko sprzedaży akcji 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 ok. 16% udziałów w Robygu, co stanowi ok. 42 mln szt. akcji spółki. W akcjonariacie dewelopera ujawniło się natomiast kilku inwestorów instytucjonalnych, a zarząd informował o poszukiwaniu nowego inwestora strategicznego (nie jest wykluczona fuzja z ogólnopolskim podmiotem z branży).
- **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.
- **Wpływ rekomendacji S**

Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nakładała obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciąganych kredytach mieszkaniowych od 1 stycznia 2014 r. W '15 wkład własny został podniesiony do 10% i w kolejnych latach ma być podwyższany o kolejne 5 p.p. aż do 20%. W długiej perspektywie może to spowodować spadek popytu wywołany zmniejszeniem dostępności kredytów.
- **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 3Q'15 został utrzymany na poziomie 5,3 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'2015

W 3Q'15 RobyG zaprezentował dużo lepsze wyniki od naszych przewidywań, jak i konsensusu. Przychody wzrosły do 194,3 mln PLN (3,5-krotnie więcej w ujęciu r/r), przy jednoczesnym zwiększeniu wyniku brutto ze sprzedaży do 29,9 mln PLN (marża brutto spadła do 15,4%). Niższa zaraportowana pierwsza marża wynika ze struktury przekazanych – projekty o wyższej rentowności były realizowane w formie jv, co widać po wygenerowanym wyniku (3,4 mln PLN w 3Q'15 vs 0,4 mln PLN straty rok wcześniej). Pozwoliło to przebić konsensus na poziomie EBITDA o blisko 24% (21,4 mln PLN zysku). Za sprawą korzyści podatkowych, wykazanych w minionym kwartale wynik netto wzrósł do 46,9 mln PLN. Deweloper sprzedał notarialnie aż 726 lokali, z czego najwięcej przekazano w projektach Lawendowe Wzgórze i Słoneczna Morena (po 30% całkowitego wolumenu) oraz Osiedle Królewskie i City Apartments (po 15%).

Pozytywnie zaprezentowała się również kontraktacja Robygu. Pomimo wysokiej bazy z 3Q'14, spółce udało się znaleźć 638 nabywców na swoje lokale, co implikuje wzrost o ponad 24% r/r. Od początku roku deweloper przedsprzedał już 1769 mieszkań, co w naszej opinii pozwoli na realizację prognozy zarządu na '15 (ok. 2,2 tys. lokali). W okresie 1-3Q'15 największy udział w kontraktacji miały projekty na gdańskiej Morenie (ok.22%) oraz w warszawskim Wilanowie (ok.21%). Cały czas swój udział zwiększają inwestycje realizowane w Gdańsku, które w '15 odpowiadały za 50% całkowitego wolumenu zakontraktowanych lokali. Na koniec 3Q'15 w ofercie znajdowało się ponad 1,4 tys. mieszkań, z czego jedynie 7% było już ukończonych. Uwagę zwraca także zwiększanie land banku. W bieżącym roku spółka wydała już 140 mln PLN, z czego 110 mln PLN, przypada na obszar Warszawy (działki na terenie Bemowa i Ursusa o łącznym potencjale ok. 2,5-2,6 lokali).

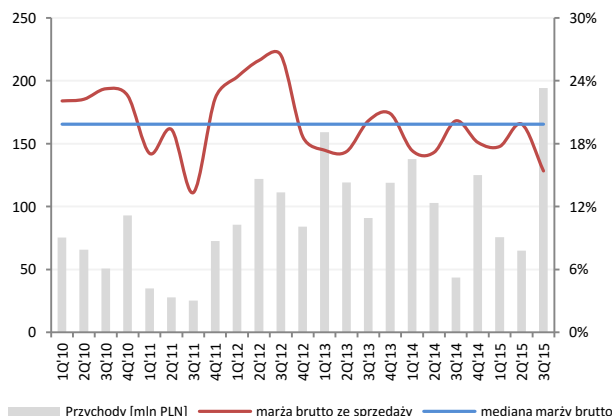
Bardzo dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Pomimo realizowanej rozbudowy banku ziemi RobyG posiadał 328,9 mln PLN środków na koniec, co z dużą dozą bezpieczeństwa pozwala patrzeć na kolejne kwartały (uwzględniając środki na rachunkach powierniczych dług netto/kapitały własne oscyluje w okolicy 0,3x!).

Wyniki skonsolidowane RobyG za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	43,6	194,3	345,3%	403,0	459,9	14,1%
Wynik brutto	8,8	29,9	239,7%	75,1	78,9	5,0%
EBIT	5,5	21,0	280,6%	53,7	56,4	4,9%
EBITDA	5,8	21,4	266,7%	55,0	58,0	5,5%
Wynik netto	2,9	46,9	1530,8%	33,0	87,1	163,5%
Marża brutto	20,2%	15,4%		18,6%	17,1%	
Marża EBITDA	13,4%	11,0%		13,3%	12,3%	
Marża EBIT	12,6%	10,8%		13,7%	12,6%	
Marża netto	6,6%	24,1%		8,2%	18,9%	

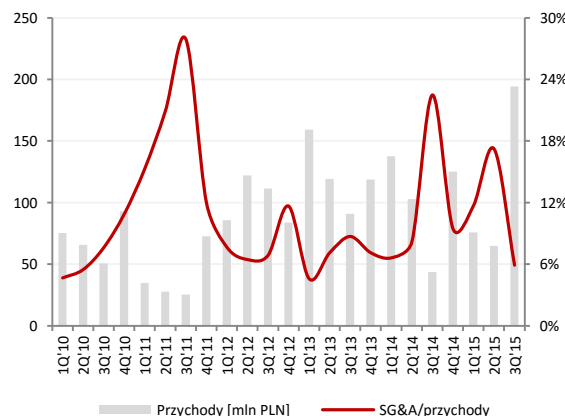
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki spółki wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



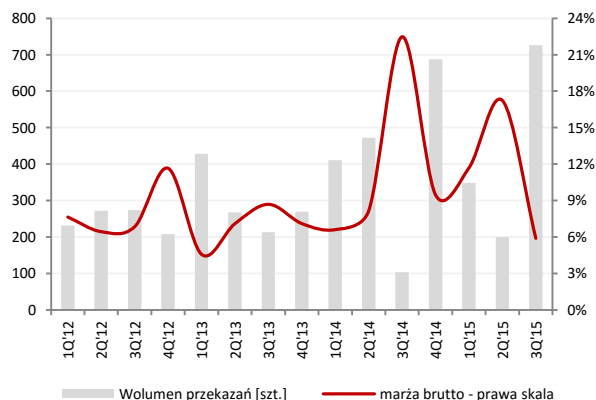
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



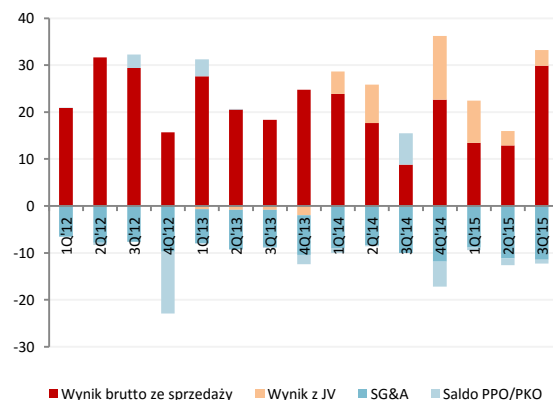
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazanych



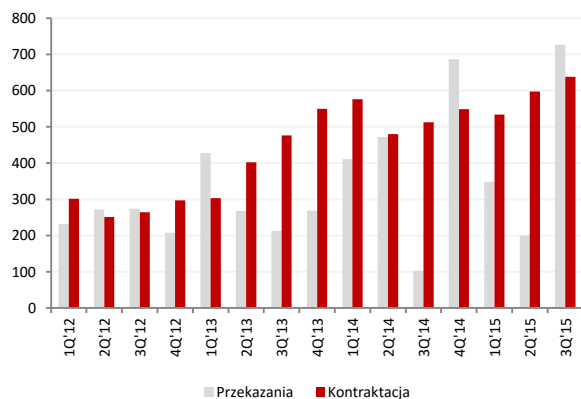
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dekompozycja EBIT



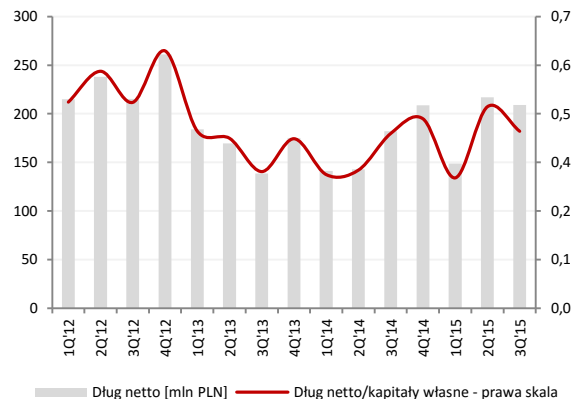
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja na tle przekazanych (ujęcie kwartalne)



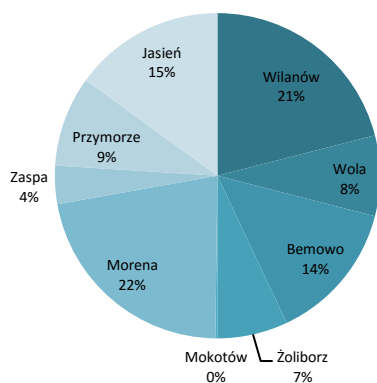
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zadłużenie netto na tle kapitałów własnych



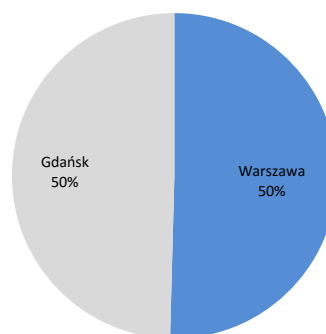
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg projektów w 1-3Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja w poszczególnych miastach w 1-3Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki deweloperów giełdowych w 3Q'15

Okres 3Q'15 za udany mogą z pewnością uznać Robyg oraz Ronson. W przypadku Ronsona przekazanie 191 lokali pozwoliło na wypracowanie 68,4 mln PLN przychodów, przy średniej rentowności brutto rzędu 10,5%. EBITDA spółki wzrosła do 1,3 mln PLN (rok wcześniej 4,9 mln PLN straty), a strata netto zmniejszyła się do 0,5 mln PLN. Jednocześnie rekordowa okazała się kontraktacja, która wzrosła do 248 lokali (+66% r/r). Robyg z kolei oddał klientom 726 mieszkań, co przełożyło się na 194,3 mln PLN przychodów (rentowność 15,4%) oraz 21,4 mln PLN EBITDA. Dzięki wykazanym korzyściom podatkowym zysk netto wzrósł do 46,9 mln PLN. Pozytywnie odbieramy wzrost kontraktacji o blisko 25% r/r, co sprawia, że założenia strategii wolumenowej na '15 powinny być niezagrożone. W naszej opinii za rozczarowanie można uznać wyniki Polnordu. Pomimo wzrostu liczby przekazania do 290 szt. w 3Q'15 (+34% r/r), przychody zwiększyły się o 17,6% r/r do 89,1 mln PLN (jednocześnie znacznie niższa była pierwsza marża). Zysk operacyjny spadł do 4,2 mln PLN, a na poziomie netto deweloper osiągnął jedynie 1,5 mln PLN zysku (-51,2% r/r). Znacznie słabsze rezultaty zaraportował także Marvipol, który sprzedał notarialnie tylko 39 lokali (w 3Q'14 spółka oddała 444 mieszkania). W połączeniu z segmentem motoryzacyjnym, grupa wypracowała 112 mln PLN obrotów oraz 3,3 mln PLN EBITDA. Lekko wzrosła natomiast przedsprzedaż, która wyniosła 168 szt. (+8,4% r/r). Zwracamy uwagę, że odbicie w segmencie mieszkaniowym przypadnie na 4Q'15, kiedy do użytku będzie oddawany podetap 1a projektu Central Park na Ursynowie. Dom Development zwiększył w 3Q'15 zarówno kontraktację (do 640 szt.), jak i liczbę przekazania (do 478 szt.), co umożliwiło wzrost przychodów do 193,9 mln PLN (+21,3% r/r). Znacznie niższa okazała się jednak marża brutto (19,3% vs 25,1%), co spowodowało, że EBITDA była bliska 14,4 mln PLN, a zysk netto wyniósł 9,5 mln PLN (-37,5% r/r). Podobnie jak w Marvipolu, kluczowy dla tegorocznych wyników grupy będzie 4Q'15, kiedy to oczekujemy oddania ok. 1,0 tys. mieszkań. Neutralnie podchodzimy do JWC. Przychody podniosły się do 44,8 mln PLN (+16,9% r/r), przy wzroście wyniku brutto ze sprzedaży do 10,7 mln PLN. Strata operacyjna wyniosła 1,3 mln PLN (w 3Q'14 było 8,1 mln PLN zysku), co jest efektem wysokiego ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej. Deweloper znalazł 466 nabywców w swoich projektach, co oznacza poprawę r/r o prawie 50%.

Wyniki wybranych deweloperów w 3Q'15

	Robyg			Dom Development			Ronson		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	43,6	194,3	345,3%	159,9	193,9	21,3%	29,5	68,4	131,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	8,8	29,9	239,7%	40,2	37,4	-6,9%	1,9	7,2	284,4%
EBITDA	5,8	21,4	266,7%	21,1	14,4	-32,0%	-4,9	1,3	-
EBIT	5,5	21,0	280,6%	20,3	13,2	-34,8%	-5,0	1,1	-
Wynik netto	2,9	46,9	1530,8%	15,3	9,5	-37,5%	-4,9	-0,5	-
marża brutto ze sprzedaży	20,2%	15,4%		25,1%	19,3%		6,3%	10,5%	
marża EBITDA	13,4%	11,0%		13,2%	7,4%		-	1,9%	
marża EBIT	12,6%	10,8%		12,7%	6,8%		-	1,6%	
marża netto	6,6%	24,1%		9,5%	4,9%		-	-	
Sprzedaż	513	638	24,4%	495	640	29,3%	149	248	66,4%
Przekazania	103	726	604,9%	375	478	27,5%	97	191	96,9%

	Marvipol			Polnord			JWC		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	258,2	112,0	-56,6%	75,7	89,1	17,6%	38,3	44,8	16,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	190,8	41,0	-78,5%	17,7	13,1	-25,9%	6,3	10,7	69,3%
EBITDA	27,9	3,3	-88,0%	10,4	4,4	-57,4%	9,8	1,2	-88,0%
EBIT	27,1	2,4	-91,1%	10,0	4,2	-57,4%	8,1	-1,3	-
Wynik netto	17,7	0,0	-99,9%	3,1	1,5	-51,2%	2,1	-4,1	-
marża brutto ze sprzedaży	73,9%	36,6%		23,3%	14,7%		16,5%	23,9%	
marża EBITDA	10,8%	3,0%		13,7%	5,0%		25,7%	2,6%	
marża EBIT	10,5%	2,1%		13,1%	4,8%		21,2%	-	
marża netto	9,3%	0,0%		4,1%	1,7%		5,4%	-	
Sprzedaż	155	168	8,4%	306	357	16,7%	311	466	49,8%
Przekazania	444	39	-91,2%	216	290	34,3%	-	-	-

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

Najwyższą dynamikę przedsprzedaży zaprezentował LC Corp, który znalazł 503 nabywców, co oznacza wzrost o 95,7% r/r. Dużą poprawę widać także w przypadku Ronsona, który zakontraktował 248 mieszkań (+66% r/r; najlepszy wynik w historii spółki) oraz JWC, które zwiększyło przedsprzedaż o blisko 50%. Na dużym plusie znalazło się również trójmiejskie Inpro, które zwiększyło wolumen do 168 lokali. Wśród

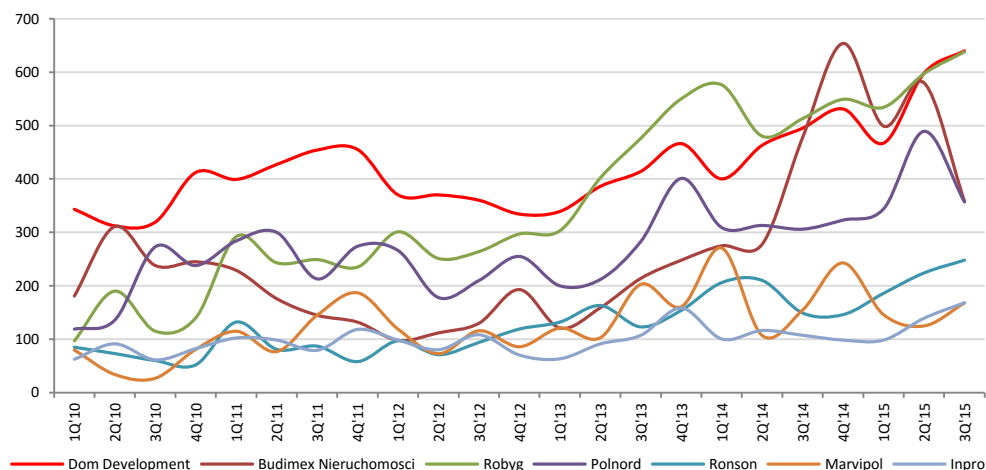
liderów rynku zarówno Dom Development, jak i Robyg zanotowały mocne wzrosty (po 25-30% r/r pomimo wysokiej bazy), utrzymując trend z minionych kwartałów. Polnord wypracował natomiast blisko 17% dynamikę, a Marvipol sprzedał 168 mieszkań, co stanowi wzrost o 8,4% r/r. Najślabiej na tle głównych giełdowych deweloperów wypadł Budimex. Spółce udało się znaleźć 358 nabywców na swoje lokale, co implikuje spadek o 25,1% r/r.

Wyniki kontraktacji deweloperów w 3Q'15

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	zmiana 3Q'15/3Q'14	2011	2012	2013	2014	zmiana 2014/13
Dom Development	339	386	414	466	400	463	495	531	467	598	640	29,3%	1 735	1 434	1 605	1 889	17,7%
Budimex Nieruchomości	121	159	214	248	275	278	478	654	499	580	358	-25,1%	682	533	742	1 685	127,1%
Robyg	303	402	476	550	576	480	513	549	534	597	638	24,4%	1 019	1 113	1 731	2 118	22,4%
Polnord	200	212	283	401	309	313	306	323	344	489	357	16,7%	1 071	909	1 096	1 251	14,1%
JWC (gros)	189	205	275	272	248	248	311	272	373	352	466	49,8%	1 033	853	941	1 079	14,7%
Ronson	132	163	123	154	206	210	149	146	186	224	248	66,4%	358	381	572	711	24,3%
Marvipol	121	103	203	161	271	107	155	243	146	125	168	8,4%	524	394	588	776	32,0%
Inpro	63	91	107	158	100	116	107	98	98	139	168	57,0%	397	356	419	421	0,5%
LC Corp	89	141	254	284	353	265	257	345	480	346	503	95,7%	bd.	610	768	1 220	58,9%
RAZEM	1557	1862	2349	2694	2738	2480	2771	3161	3127	3450	3546	28,0%	6 819	6 583	8 462	11 150	31,8%

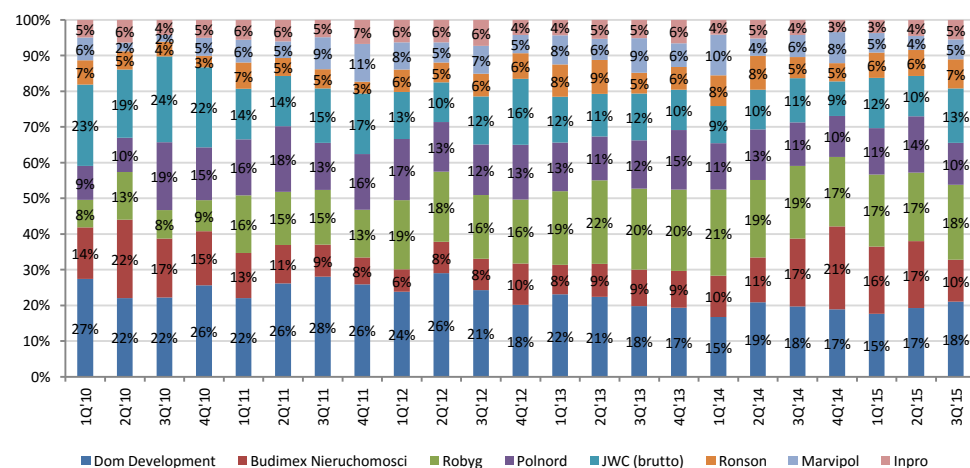
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



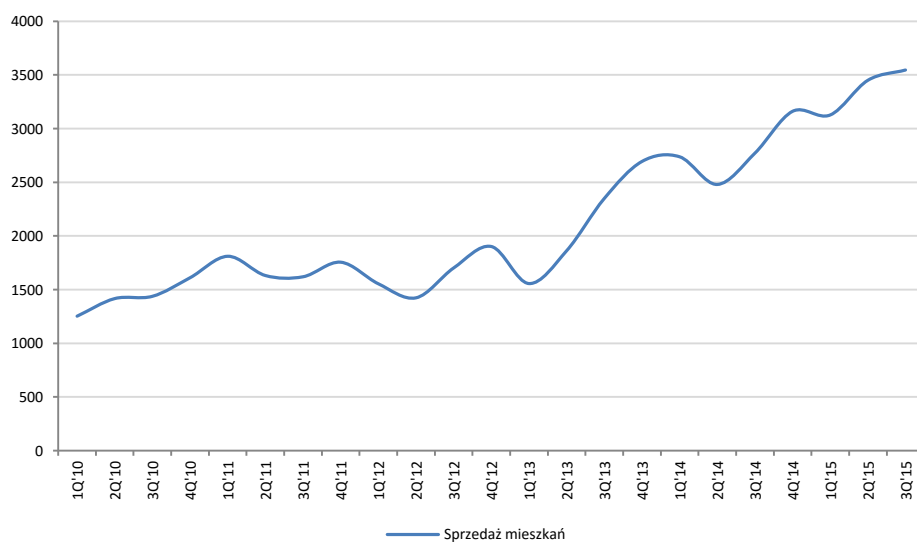
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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

PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Po bardzo dobrym 3Q'15, spodziewamy się, że Robyż również w 4Q'15 zanotuje pozytywne wyniki. Estymujemy, że deweloper zaraportuje sprzedaż notarialną na poziomie ok. 590 lokali (zaznaczamy jednak, że są to konserwatywne założenia i wolumen może być wyższy). Tym samym pozwoliłoby to na wygenerowanie ok. 97,0 mln PLN przychodów przy jednoczesnym obniżeniu marży brutto ze sprzedaży do 12,5%. Jest to jednak efekt przyjętego przez nas miksu – liczymy, że zdecydowana większość przekazanych lokali przypadnie na projekty w formie jv, przez co wynik netto z tego tytułu może być bliski 13,9 mln PLN (inwestycje o wysokiej rentowności). Skonsolidowana EBITDA powinna wynieść 18,0 mln PLN, natomiast zysk netto może oscylować na poziomie 14,4 mln PLN.

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się przychodów na poziomie ok. 431,9 mln PLN, przy jednoczesnym wypracowaniu marży brutto deweloperki na poziomie 17,0-18,0%. Robyż może wypracować ok. 54,9 mln PLN zysku operacyjnego oraz 79,4 mln PLN zysku netto (wpływ korzyści podatkowych w 3Q'15). Według naszych szacunków deweloper powinien przekazać ok. 1,9 mieszkań i sprzedać niecałe 2,3 tys. lokali (podnosimy prognozy względem poprzedniego raportu). Dzięki zakupom działek z początku roku można oczekiwać, że znacznie lepsze powinny okazać się lata 2016-17. W naszym modelu szacujemy, że spółka odda w tym okresie łącznie 4,8 tys. mieszkań (kontraktacja na zbliżonym poziomie), co może przełożyć się na wzrosty EBITDA w kolejnych latach do odpowiednio 94,3 mln PLN i 100,1 mln PLN.

W kolejnych latach oczekujemy zwiększania poziomu kontraktacji i przekazania do ok. 2400, przy docelowej rentowności brutto projektów na poziomie ok. 20-21%. Spodziewamy się także, że Robyż w długim okresie czasu będzie wypłacał 60% wypracowanego zysku netto. Należy się również liczyć z dalszą rozbudową banku ziemi. Zarząd grupy zrealizował w dużej mierze zeszłoroczne wypowiedzi dot. zakupu nowych działek i wydał do tej pory 150 mln PLN (oczekujemy, że w 4Q'15 Robyż sfinalizuje transakcje o wartości ok. 60 mln PLN). Liczymy również, że w najbliższych latach deweloperowi uda się uruchomić projekt we Wrocławiu, co pozwoli na dalszą dywersyfikację oferty, a tym samym ugruntuje pozycję jednej z największych spółek na rynku mieszkaniowym.

Kilka miesięcy temu władze grupy ogłosiły, że poszukują inwestora strategicznego, który zapełniłby lukę po opuszczającym akcjonariat funduszu LBPOL (obecnie ma ok. 16% udziałów w akcjonariacie). W międzyczasie powyżej progu 5% ujawniło się kilka podmiotów instytucjonalnych. W połowie listopada Robyż opublikował raport bieżący zgodnie, z którego wynikało, że spółka prowadzi rozmowy z podmiotem z branży, który mógłby zostać udziałowcem większościowym. Jednocześnie nie jest wykluczona fuzja obu podmiotów, dzięki czemu Robyż mógłby zwiększyć zasięg i skalę działalności.

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	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży	137,7	102,9	43,6	125,1	75,7	64,9	194,3	97,0	91,1	86,3	113,3	226,6	485,9	409,3	431,9	517,4	574,6
Wynik brutto ze sprzedaży	23,9	17,6	8,8	22,7	13,4	12,9	29,9	12,1	11,5	12,5	23,0	53,8	90,5	73,0	68,3	100,8	127,6
Udział w zysku wspólnych przedsięwzięć	4,8	8,2	-0,2	13,6	9,0	3,1	3,3	13,9	10,6	7,6	4,6	13,6	0,0	26,4	29,3	36,4	19,6
EBITDA	19,0	17,6	5,8	19,4	13,4	3,8	21,4	18,0	12,6	10,6	16,9	54,1	57,8	61,8	56,6	94,3	102,0
EBIT	18,6	17,3	5,5	19,1	13,0	3,3	21,0	17,5	12,2	10,2	16,4	53,6	56,7	60,5	54,9	92,4	100,1
Wynik netto	9,8	11,8	2,9	22,0	17,0	1,1	46,9	14,4	10,2	9,7	14,0	39,6	28,8	46,5	79,4	73,6	75,6
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	17,1%	20,2%	18,1%	17,7%	19,9%	15,4%	12,5%	12,6%	14,5%	20,3%	23,7%	18,6%	17,8%	15,8%	19,5%	22,2%
Marża EBITDA	13,8%	17,1%	13,4%	15,5%	17,7%	5,9%	11,0%	18,6%	13,9%	12,3%	14,9%	23,9%	11,9%	15,1%	13,1%	18,2%	17,8%
Marża EBIT	13,5%	16,8%	12,6%	15,2%	17,2%	5,1%	10,8%	18,1%	13,4%	11,8%	14,5%	23,7%	11,7%	14,8%	12,7%	17,9%	17,4%
Marża netto	7,1%	11,5%	6,6%	17,6%	22,5%	1,7%	24,1%	14,8%	11,2%	11,2%	12,4%	17,5%	5,9%	11,4%	18,4%	14,2%	13,2%
Lokale sprzedane	576	480	513	549	534	597	638	516	527	610	633	567	1731	2118	2285	2338	2392
Lokale przekazane	411	472	103	652	350	202	731	587	508	430	449	1 019	1178	1638	1870	2406	2372

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2015-16

Projekt	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16
City Apartments	17,7	20,3	4,8	0,0	0,0
Osiedle Królewskie	23,8	17,7	9,8	0,0	0,0
Królewski Park	0,0	13,1	22,4	5,4	25,4
Albatross Towers	24,4	25,5	20,3	12,3	19,8
Słoneczna Morena	14,6	8,9	25,8	14,0	20,7
Osiedle Kameralne	0,0	0,0	0,0	3,4	7,6
Lawendowe Wzgórza	15,5	8,1	0,0	14,4	22,6
Young City	31,6	14,2	1,2	10,9	28,1
Os. Kameralne II	0,0	0,0	0,0	0,0	16,3
Młody Wilanów	0,0	11,7	21,8	3,4	3,9
Modern Żoliborz Residence	0,0	0,0	0,0	28,1	19,4
Wola City, etap 1	0,0	0,0	0,0	30,4	64,4
Mila Baltica	0,0	0,0	0,0	0,0	41,1

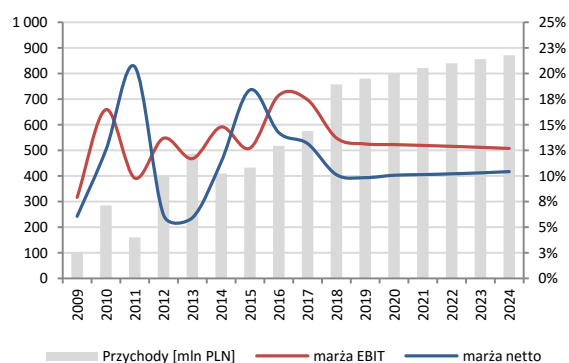
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przekazania wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2015-16

Projekt	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16
City Apartments	41	47	11	0	0
Osiedle Królewskie	120	87	48	0	0
Królewski Park	0	70	120	29	136
Albatross Towers	95	97	77	45	72
Słoneczna Morena	45	31	101	55	81
Osiedle Kameralne	0	0	0	20	45
Lawendowe Wzgórza	69	36	0	70	110
Young City	217	105	8	70	183
Os. Kameralne II	0	0	0	0	50
Młody Wilanów	0	35	65	10	12
Modern Żoliborz Residence	0	0	0	65	45
Wola City, etap 1	0	0	0	85	180
Mila Baltica	0	0	0	0	105

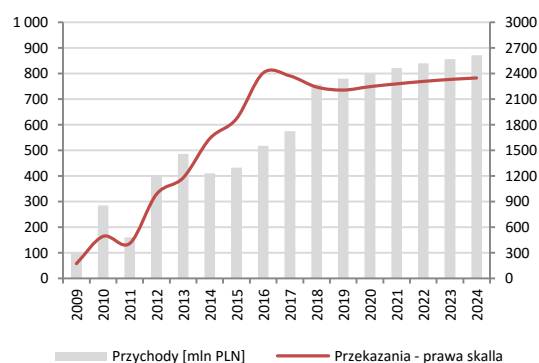
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marże EBIT i netto



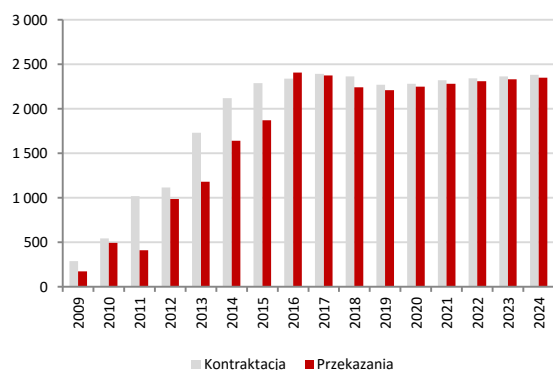
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



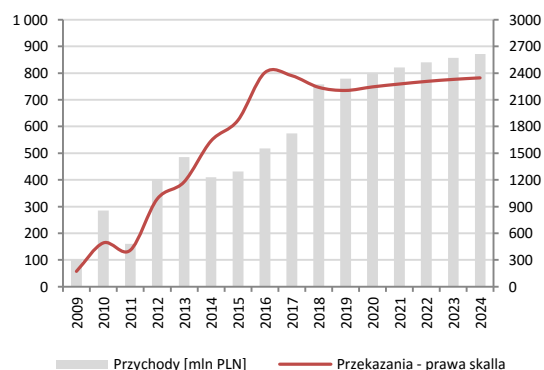
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



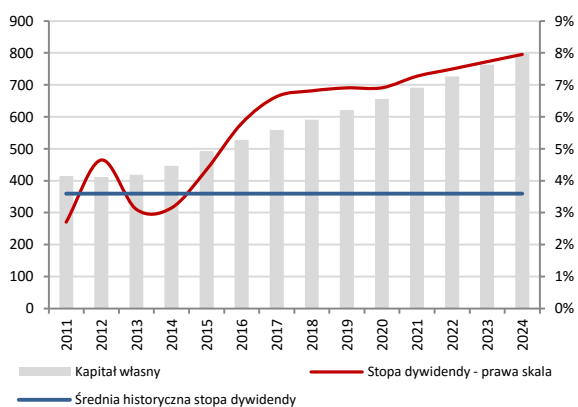
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



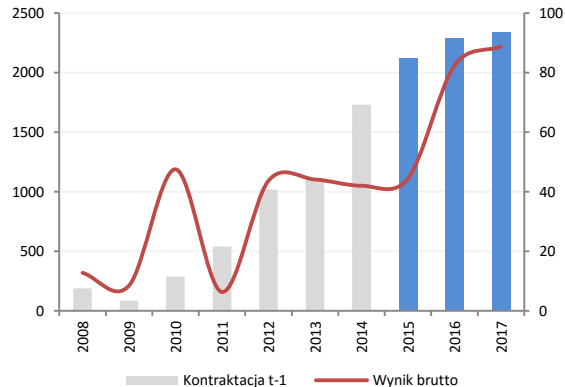
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Stopa dywidendy na tle kapitałów własnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik brutto na tle kontraktacji (t-1)



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 przekazania, udział projektów w formie JV oraz rentowność brutto niektórych projektów (szczególnie w przypadku lat 2016-17). W wynikach za '15 widoczny jest również wpływ zdarzeń jednorazowych w postaci korzyści podatkowych (ok. 30 mln PLN), czego nie zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji. Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '15 wyniosą 431,9 mln PLN, a EBITDA będzie wynosić 56,3 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien wypracować 79,0 mln PLN zaraportowanego zysku (+49,4% względem grudniowego raportu). W '16 szacujemy, że deweloper wypracuje 517,4 mln PLN przychodów, 94,3 mln PLN EBITDA i 73,6 mln PLN zysku netto. Pozytywniej niż w poprzedniej rekomendacji oceniamy perspektywę Robyga w '17 (korzystniejszy harmonogram przekazania). Zwracamy uwagę, że założenia dotyczące marż uznajemy za konserwatywne i zostawiamy sobie pole do podniesienia założeń.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z grudnia '15 (ujęcie metodą praw własności)

	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	379,4	431,9	13,8%	520,8	517,4	-0,7%	535,6	574,6	7,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	65,1	68,3	4,9%	97,4	100,8	3,5%	112,9	127,6	13,0%
EBITDA	59,1	56,6	-4,2%	88,1	94,3	7,0%	90,0	102,0	13,4%
EBIT	57,6	54,9	-4,8%	86,2	92,4	7,2%	88,2	100,1	13,5%
Wynik netto	52,9	79,4	50,2%	69,3	73,6	6,2%	69,4	75,6	8,9%
marża brutto	17,2%	15,8%		18,7%	19,5%		21,1%	22,2%	
marża EBITDA	15,6%	13,1%		16,9%	18,2%		16,8%	17,8%	
marża EBIT	15,2%	12,7%		16,6%	17,9%		16,5%	17,4%	
marża netto	13,9%	18,4%		13,3%	14,2%		13,0%	13,2%	

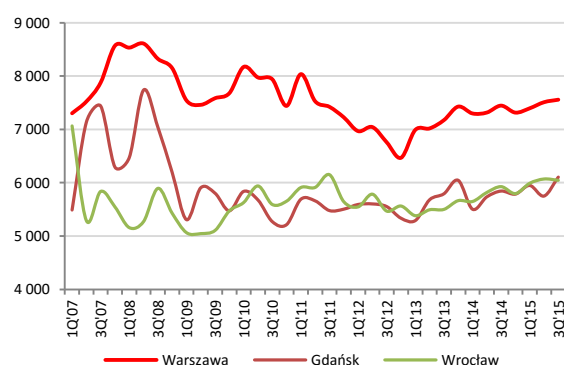
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 3Q'15 na 6 największych rynkach w kraju utrzymywała się na stabilnym poziomie, który zachowuje się od początku 2013 r. Pomimo znacznego wzrostu liczby lokali wprowadzonych do oferty, już ósmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu podniosła się do poziomu 49,3 tys., co oznacza zrównanie z liczbą zakontraktowanych mieszkań w ostatnich czterech kwartałach (podobna liczba wystąpiła w '07). Zaowocowało to wyraźnym skróceniem okresu wyprzedzały bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten utrzymuje się na poziomie 4,4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 4,8 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 5 kwartałów. Można się zatem spodziewać, że przy zachowaniu tego trendu, rynek z fazy równowagi może wejść w fazę nadwyżki popytu nad podażą i wzrostu cen.

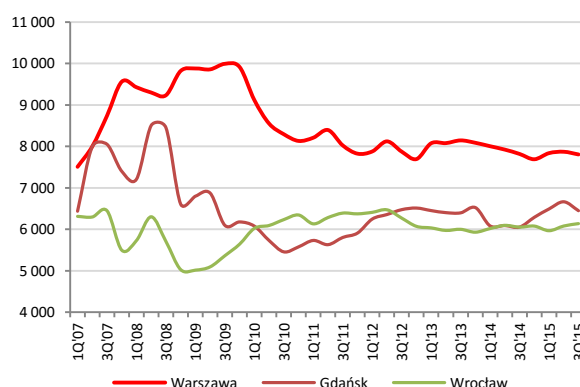
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmianom w 3Q'15 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie wzrost wyniósł 0,6% q/q (+1,5% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,6 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

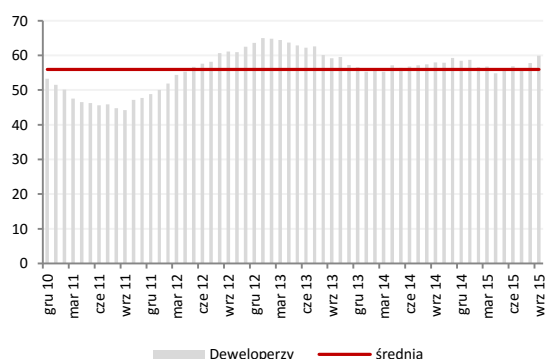
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

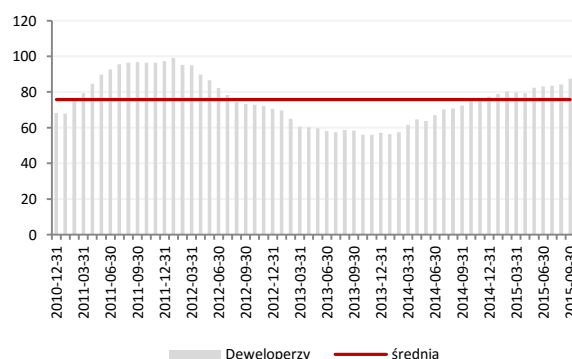
W ostatnich miesiącach kontynuowane jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczętych inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ponad 50% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 45%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]



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

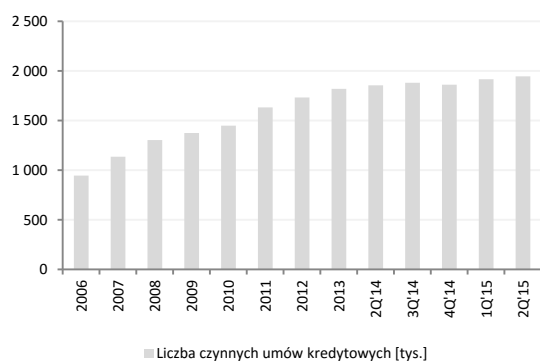
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

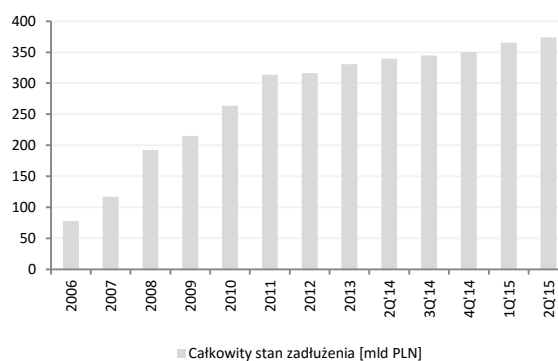
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, rządowe programy MdM i Fundusz Mieszkań na Wynajem oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Koniunktura na rynku mieszkaniowym poprawia się od początku 2013 roku; niektórzy deweloperzy wskazują, że obecne poziomy kontrakcji oraz pułapy cen mieszkań będą stanowiły benchmark dla kolejnych miesięcy (co ma świadczyć o sile krajowego rynku). 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 wzmacniały także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 2Q'15 odnotowano utrzymanie poziomu stóp procentowych nowych złotych kredytów mieszkaniowych (przeciętne oprocentowanie wynosi 3,5%, a marża ok. 1,8%). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



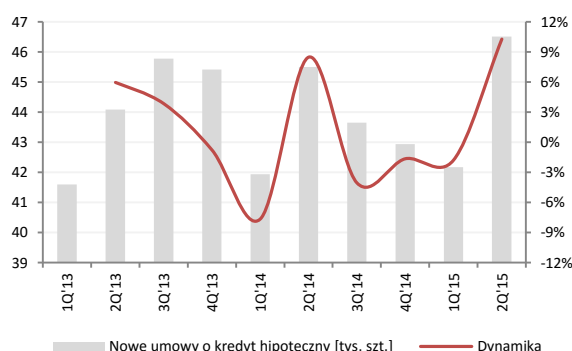
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



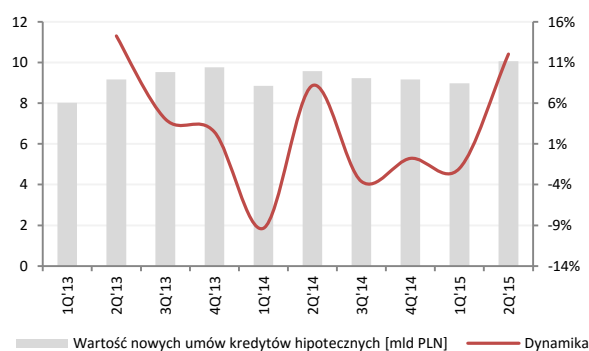
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



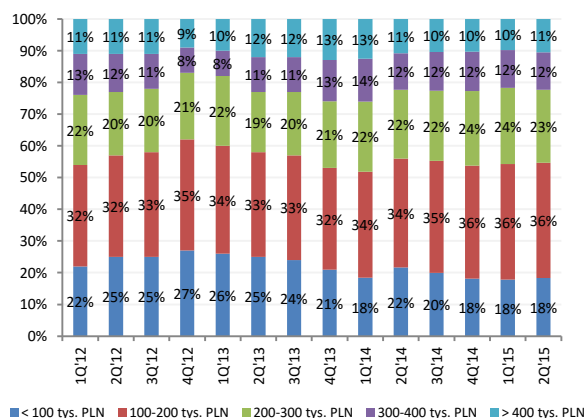
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



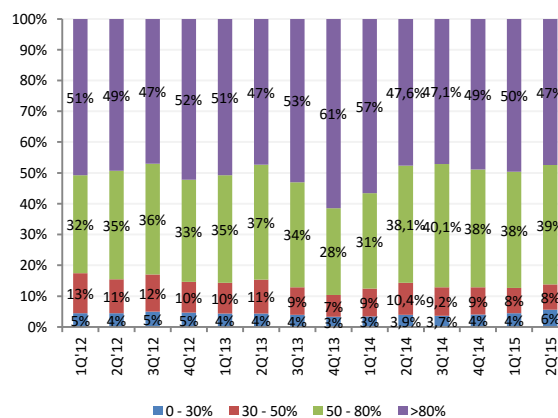
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



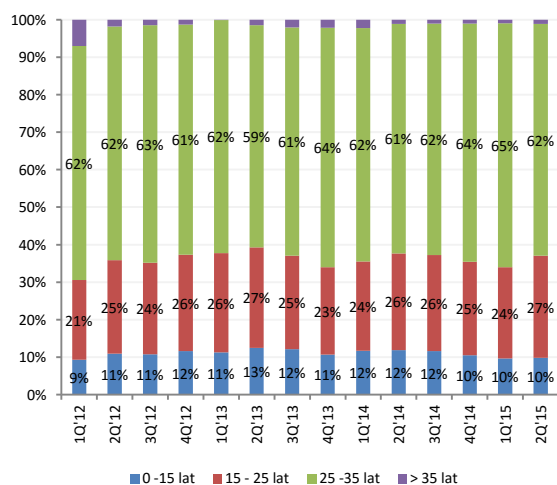
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



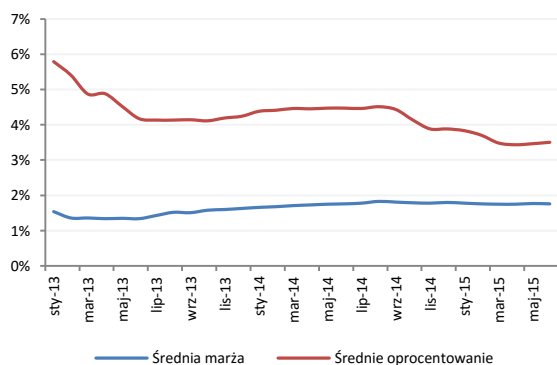
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



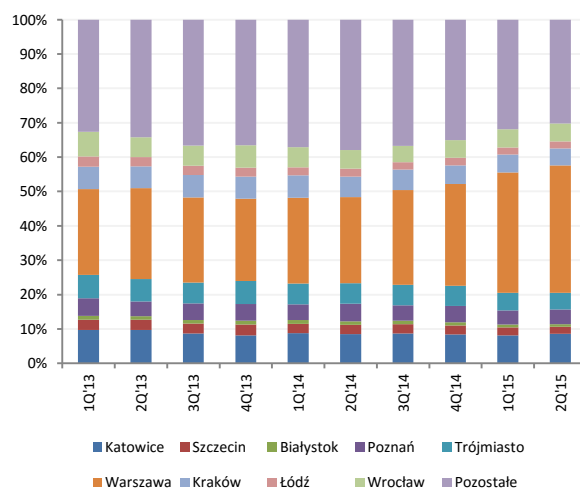
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



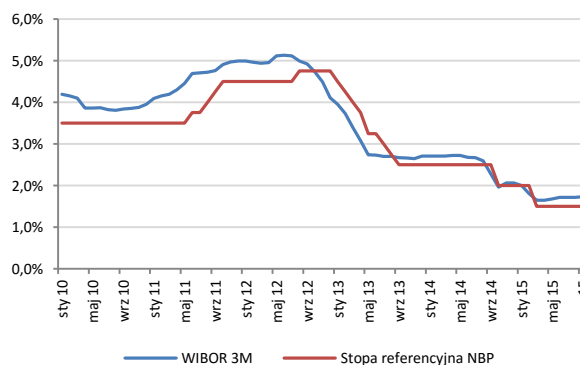
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	382,8	383,4	306,0	364,3	399,0	416,7	303,1	301,1	299,0	296,8	294,5	292,1	289,7
Rzeczowe aktywa trwałe	7,8	8,2	22,1	27,3	28,0	28,5	29,1	29,5	29,8	30,0	30,1	30,2	30,2
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	22,1
Nieruchomości inwestycyjne	132,9	104,5	121,6	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	0,0	87,9	52,8	55,7	92,1	111,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	220,4	160,7	87,5	191,8	189,4	187,0	184,6	182,1	179,7	177,3	174,8	172,4	170,0
Aktywa obrotowe	828,0	697,0	835,2	1026,2	1033,5	1102,4	1129,9	1129,3	1063,5	1069,7	1074,6	1070,2	1046,4
Zapasy	658,3	441,2	522,6	534,5	560,1	619,4	652,9	671,5	689,1	709,7	726,6	743,2	755,5
Należności z tyt. dostaw i usług	26,3	36,7	64,0	66,0	84,8	89,5	109,1	125,9	129,5	132,9	136,1	139,0	141,6
Pozostałe aktywa obrotowe	19,3	11,0	62,8	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9	41,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	124,1	208,1	185,8	383,8	346,7	351,5	326,0	290,0	203,0	185,2	170,0	146,1	107,4
Aktywa razem	1210,8	1080,4	1141,2	1390,5	1432,5	1519,1	1433,0	1430,4	1362,5	1366,5	1369,1	1362,4	1336,1
Kapitał (fundusz) własny	522,9	453,2	476,8	522,9	558,0	589,4	620,7	651,3	686,0	720,8	756,6	793,4	831,3
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	249,2	298,1	339,5	502,2	476,8	519,5	390,4	340,4	231,5	191,5	151,5	101,5	31,5
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	205,8	258,8	311,6	470,7	445,3	488,0	358,9	308,9	200,0	160,0	120,0	70,0	0,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	43,5	39,3	27,9	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	438,7	329,1	324,9	365,4	397,8	410,2	422,0	438,7	445,0	454,3	461,0	467,5	473,3
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	48,6	45,2	75,8	108,0	129,3	136,5	166,4	192,0	197,5	202,7	207,5	212,0	216,0
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	179,5	124,3	83,0	19,1	15,2	15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaliczki otrzymane od klientów	185,7	143,9	139,5	212,0	226,9	232,2	229,2	220,4	221,2	225,2	227,1	229,1	231,0
Rezerwy	18,5	11,2	17,3	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	6,4	4,5	9,3	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Pasywa razem	1210,8	1080,4	1141,2	1390,5	1432,5	1519,1	1433,0	1430,4	1362,5	1366,5	1369,1	1362,4	1336,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	402,9	485,9	409,3	431,9	517,4	574,6	756,9	779,1	801,1	820,7	839,6	856,5	871,4
Koszty produktów, towarów i materiałów	305,3	395,4	336,3	363,6	416,6	446,9	599,4	621,5	639,5	655,7	671,3	685,3	697,7
Zysk brutto ze sprzedaży	97,6	90,5	73,0	68,3	100,8	127,6	157,5	157,6	161,6	165,0	168,3	171,2	173,6
Udział w zysku JV	0,0	0,0	26,4	29,3	36,4	19,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	12,2	14,3	13,8	14,1	16,5	18,3	24,2	24,9	25,6	26,2	26,8	27,3	27,8
Koszty zarządu	19,6	20,9	25,4	26,8	27,5	28,4	29,2	30,1	31,0	31,9	32,9	33,9	34,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,8	1,4	2,8	-1,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EBITDA	56,3	57,8	61,8	56,6	94,3	102,0	105,6	104,2	106,5	108,5	110,2	111,5	112,5
EBIT	55,1	56,7	60,5	54,9	92,4	100,1	103,7	102,2	104,5	106,4	108,1	109,5	110,4
Saldo działalności finansowej	-11,4	-12,6	-8,4	-10,4	-10,1	-11,3	-9,1	-7,5	-4,9	-3,7	-2,3	-0,5	1,8
Zysk (strata) brutto	43,7	44,1	52,0	44,4	82,3	88,8	94,6	94,6	99,6	102,7	105,8	108,9	112,2
Zysk (strata) netto	25,0	28,8	46,5	79,4	73,6	75,6	76,6	76,7	80,7	83,2	85,7	88,2	90,9
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	95,8	183,9	26,9	177,4	33,4	20,2	64,0	70,0	75,1	76,6	79,2	80,2	84,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-20,0	-17,1	-10,1	-8,9	-2,6	-2,5	109,2	-2,4	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-79,4	-77,9	-26,8	29,7	-67,9	-12,8	-198,7	-103,5	-159,8	-92,1	-92,2	-101,9	-121,2
Przepływy pieniężne netto	-3,7	88,9	-10,0	198,2	-37,1	4,8	-25,5	-36,0	-87,0	-17,8	-15,2	-23,9	-38,7
Środki pieniężne na początek okresu	128,3	124,7	193,9	183,9	383,8	346,7	351,5	326,0	290,0	203,0	185,2	170,0	146,1
Środki pieniężne na koniec okresu	124,7	213,6	183,9	383,8	346,7	351,5	326,0	290,0	203,0	185,2	170,0	146,1	107,4

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

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Dane finansowe													
Przychody zmiana r/r	151,1%	20,6%	-15,8%	5,5%	19,8%	11,0%	31,7%	2,9%	2,8%	2,5%	2,3%	2,0%	1,7%
EBITDA zmiana r/r	386,2%	2,7%	6,9%	-8,4%	66,4%	8,2%	3,5%	-1,4%	2,3%	1,8%	1,6%	1,2%	0,9%
EBIT zmiana r/r	415,2%	3,0%	6,6%	-9,3%	68,4%	8,3%	3,6%	-1,5%	2,3%	1,8%	1,6%	1,2%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-11,2%	15,1%	61,8%	70,7%	-7,3%	2,7%	1,4%	0,0%	5,3%	3,1%	3,1%	2,9%	3,0%
Marża brutto na sprzedaży	24,2%	18,6%	17,8%	15,8%	19,5%	22,2%	20,8%	20,2%	20,2%	20,1%	20,0%	20,0%	19,9%
Marża EBITDA	14,0%	11,9%	15,1%	13,1%	18,2%	17,8%	14,0%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,0%	12,9%
Marża EBIT	13,7%	11,7%	14,8%	12,7%	17,9%	17,4%	13,7%	13,1%	13,0%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%
Marża brutto	10,8%	9,1%	12,7%	10,3%	15,9%	15,4%	12,5%	12,1%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,9%
Marża netto	6,2%	5,9%	11,4%	18,4%	14,2%	13,2%	10,1%	9,8%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%
ROE	4,8%	6,3%	9,8%	15,2%	13,2%	12,8%	12,3%	11,8%	11,8%	11,5%	11,3%	11,1%	10,9%
ROA	2,1%	2,7%	4,1%	5,7%	5,1%	5,0%	5,3%	5,4%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,8%
Dług	385,2	383,2	394,6	489,8	460,5	503,2	358,9	308,9	200,0	160,0	120,0	70,0	0,0
D/(D+E)	31,8%	35,5%	34,6%	35,2%	32,1%	33,1%	25,0%	21,6%	14,7%	11,7%	8,8%	5,1%	0,0%
D/E	279,8%	546,9%	480,1%	1478,3%	472,3%	583,6%	137,1%	90,2%	41,1%	28,5%	18,8%	9,7%	0,0%
Odsetki / EBIT	34,5%	35,5%	28,5%	30,4%	21,0%	20,4%	18,2%	16,2%	12,4%	8,8%	6,9%	4,8%	2,2%
Dług / Kapitał własny	73,7%	84,5%	82,8%	93,7%	82,5%	85,4%	57,8%	47,4%	29,2%	22,2%	15,9%	8,8%	0,0%
Dług netto	260,5	169,6	210,7	106,0	113,8	151,6	32,9	18,9	-3,0	-25,2	-50,0	-76,1	-107,4
Dług netto / Kapitał własny	49,8%	37,4%	44,2%	20,3%	20,4%	25,7%	5,3%	2,9%	-0,4%	-3,5%	-6,6%	-9,6%	-12,9%
Dług netto / EBITDA	462,8%	293,2%	340,8%	187,1%	120,7%	148,6%	31,1%	18,1%	-2,8%	-23,2%	-45,3%	-68,2%	-95,5%
Dług netto / EBIT	473,1%	298,9%	348,5%	193,2%	123,1%	151,5%	31,7%	18,5%	-2,9%	-23,7%	-46,2%	-69,5%	-97,3%
EV	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4	660,4
Dług / EV	58,3%	58,0%	59,8%	74,2%	69,7%	76,2%	54,3%	46,8%	30,3%	24,2%	18,2%	10,6%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,3%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	58,3%	136,7%	239,6%	190,3%	137,8%	129,4%	127,8%	120,7%	115,2%	110,6%	106,4%	102,7%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Przychody	4,7%	39,9%	1,3%	2,8%	4,5%	-6,8%	-3,3%	-2,5%	-1,6%	-1,6%	-1,4%	-1,4%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,8%	233,5%	15,9%	102,6%	22,8%	318,6%	-26,6%	-89,2%	-57,8%	-64,9%	-61,3%	-68,9%	-53,5%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	1,6	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E	26,4	23,0	14,2	8,3	9,0	8,7	8,6	8,6	8,2	7,9	7,7	7,5	7,3
P/BV	1,61	1,58	1,48	1,34	1,25	1,18	1,12	1,06	1,01	0,96	0,91	0,86	0,82
P/CE	4,4	2,8	2,8	1,4	1,6	1,5	1,6	1,8	2,3	2,5	2,6	2,8	3,3
EV/EBITDA	16,4	14,4	14,1	13,5	8,2	8,0	6,6	6,5	6,2	5,9	5,5	5,2	4,9
EV/EBIT	16,7	14,7	14,4	14,0	8,4	8,1	6,7	6,6	6,3	6,0	5,6	5,3	5,0
EV/S	2,3	1,7	1,6	1,4	1,1	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
BVPS	1,6	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0
EPS	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,6	0,9	0,9	1,8	1,6	1,6	1,5	1,4	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
DPS	0,12	0,08	0,08	0,11	0,15	0,17	0,17	0,17	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20
Dyid	4,7%	3,1%	3,2%	4,4%	5,8%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,3%	7,6%	7,8%	8,0%
Payout ratio	110,0%	82,8%	72,9%	62,2%	48,6%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 2,51 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

Krzysztof 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, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl

IT

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	2,84	Akumuluj	2,68	25.11.2015	2,51	48 064
Akumuluj	2,68	Akumuluj	2,45	02.06.2015	2,37	55 547
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'15:

Kupuj	4	40%
Akumuluj	1	10%
Trzymaj	4	40%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	10%

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

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).

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.

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 obciążona 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 25.11.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.11.2015 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.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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 restrykcyjną 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 25.11.2015 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 rekomendującego, 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.