



Dom Maklerski BDM S.A.

ROBYG

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 3,55 PLN

04 MAJA 2016

W ostatnich kwartałach Robyg wykorzystał otoczenie makro, co w połączeniu z rozwiązaniem problemów w akcjonariacie przełożyło się na istotny wzrost kursu akcji dewelopera. W naszej ocenie w walorach dalej drzemie potencjał. Głównymi czynnikami, które przemawiają na korzyść spółki są m.in. pozytywna ścieżka wynikowa oraz oczekiwany przez nas dalszy wzrost wolumenów przekazania i kontraktacji. W modelu zakładamy, że Robyg przedsprzedaż w br. wyniesie ok. 2,6 tys. lokali, jednak jest to założenie konserwatywne patrząc na rezultaty 1Q'16 (blisko 730 mieszkań; +36% r/r). Tym samym powinno to mieć wymierne przełożenie na wyniki finansowe w okresie 2016-17, co z kolei implikuje wysokie strumienie dywidend. Warto również zwrócić uwagę na lżejszą niż w przypadku pozostałych podmiotów z branży strukturę kosztową (zwłaszcza w por. do Dom Development), mały udział gotowych lokali w ofercie (ok. 5%) oraz na zdywersyfikowany geograficznie i rozbudowany bank ziemi, który umożliwia wybudowanie blisko 9 tys. lokali. In plus oceniamy także bazę gotówkową spółki. Dodatkowo wskaźniki rynkowe P/E na lata 2016-17 wg naszych założeń oscylują w okolicy 8-9x, co pod kątem rodzimej branży jest niewymagającym poziomem (dyskonto jest notowane również w odniesieniu do zagranicznych deweloperów). Jednocześnie dostrzegamy, że problemem w dłuższym okresie (dla całego sektora) może być ustawa o gruntach czy zamknięcie programu MdM. Pytanie także jaki wpływ na wyniki spółki będzie miało wejście na specyficzny rynek wrocławski (zarząd wskazywał na rozpoczęcie sprzedaży w '17). Podsumowując, do wyceny Robyga podchodzimy z umiarkowanym optymizmem, dlatego też decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do 3,55 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Akumuluj.

Liczymy, że w 1Q'16 deweloper poprawił wyniki finansowe względem 1Q'15. Według naszych szacunków przekazanie ok. 570 lokali przełożyło się na wzrost przychodów ze sprzedaży do ok. 118,6 mln PLN (+56,6% r/r). Spodziewamy się, że obniżeniu uległa pierwsza marża (do ok. 16,0%; -1,7 p.p. r/r), co jest efektem dużej liczby sprzedaży notarialnej inwestycji w Gdańsku (zakładamy, że z projektów Lawendowe Wzgórza i Albatross Towers Robyg oddał do użytku ok. 170 mieszkań). Z inwestycji w formie jv oczekujemy ok. 6,8 mln PLN zysku (vs 9,0 mln PLN w 1Q'15), co pozwoliłoby na wzrost EBITDA o ok. 10,1% r/r do 14,7 mln PLN.

W ujęciu całorocznym spodziewamy się znaczącej poprawy wyników. Przede wszystkim istotnie wyższy niż w '15 powinien być wolumen przekazania – prognozujemy, że sprzedaż notarialna wzrośnie do ponad 2,5 tys. lokali (założenie znacznie bardziej konserwatywne niż szacunki zarządu). Liczymy także na zakontraktowanie ok. 2,6 tys. mieszkań. Tak duża poprawa powinna mieć przełożenie na zwiększenie przychodów ze sprzedaży do 538,8 mln PLN i podniesienie rentowności brutto do 20,9% (+4,9 p.p. r/r). Zakładamy, że zysk z jv będzie bliski 36,8 mln PLN, co pozwoli na wzrost EBITDA do ok. 114,4 mln PLN i wyniku netto do 88,6 mln PLN.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	409,3	480,4	538,8	690,8	716,1	802,4
EBITDA adj. [mln PLN]*	51,8	60,8	114,4	132,3	122,2	116,4
EBIT adj. [mln PLN]*	50,5	59,0	112,5	130,3	120,2	114,3
Wynik netto adj. [mln PLN]*	38,4	45,0	88,6	100,5	92,1	84,3
P/BV	1,87	1,68	1,57	1,46	1,42	1,39
P/E*	21,7	18,5	9,4	8,3	9,1	9,9
EV/EBITDA*	20,1	17,9	9,4	7,9	8,1	9,0
EV/EBIT*	20,7	18,5	9,5	8,0	8,2	9,2
DPS	0,08	0,11	0,20	0,24	0,29	0,28

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

Wycena końcowa [PLN]	3,55
Potencjał do wzrostu / spadku	+12,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,17
Kapitałizacja [mln PLN]	834,0
Ilość akcji [mln. szt.]	263,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,23
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,44
Stopa zwrotu za 3 mc	9,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	26,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	32,2%
Akcyonariat (% głosów):	
TFI PZU	11,2%
PTE PZU	9,1%
Oscar Kazanelson	8,4%
Aegon OFE	7,6%
Aviva OFE	9,5%
Generali OFE	7,2%
PKO BP PTE	8,7%
NN OFE	8,0%
Pozostali	30,3%

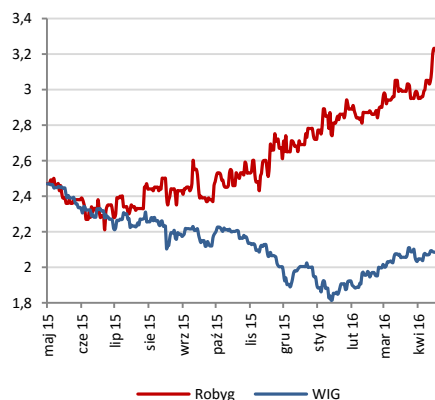
Adrian Górniak

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
SZACUNKI WYNIKÓW ZA 1Q'2016	10
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	15
OTOCZENIE RYNKOWE	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Robyga 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 3,62 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 3,40 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 934,7 mln PLN, czyli **3,55 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	952,3	3,62
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	893,7	3,40
C = (A*70%+B*30%)	Wycena [PLN]	934,7	3,55

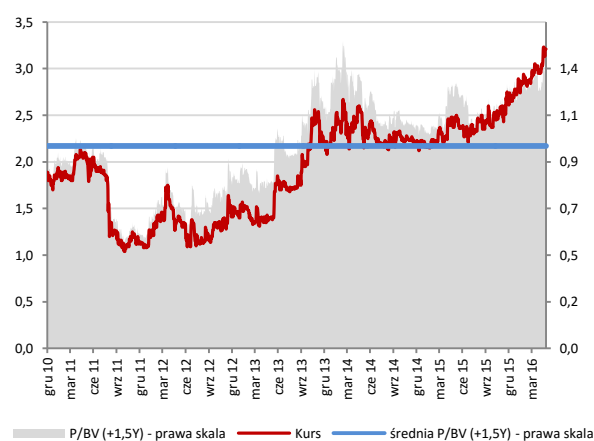
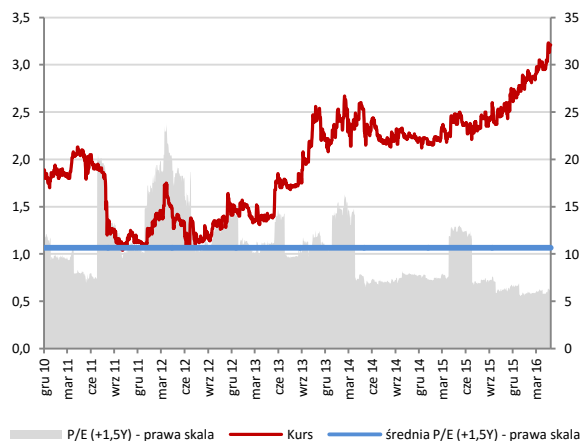
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po bardzo udanym roku 2015, Robyg z przypływem wszedł w '16 notując rekordowe wyniki przesprzedaży mieszkań w 1Q'16. Liczymy, że w 1Q'16 deweloper poprawił wyniki finansowe względem 1Q'15. Według naszych szacunków przekazanie ok. 570 lokali przełożyło się na wzrost przychodów ze sprzedaży do ok. 118,6 mln PLN (+56,6% r/r). Spodziewamy się, że obniżeniu uległa pierwsza marża (do ok. 16,0%; -1,7 p.p. r/r), co jest efektem dużej liczby sprzedaży notarialnej inwestycji w Gdańsku (zakładamy, że z projektów Lawendowe Wzgórza i Albatross Towers Robyg oddał do użytku ok. 170 mieszkań). Z inwestycji w formie jv oczekujemy ok. 6,8 mln PLN zysku (vs 9,0 mln PLN w 1Q'15), co pozwoliłoby na wzrost EBITDA o ok. 10,1% r/r do 14,7 mln PLN.

Spodziewamy się w perspektywie całego roku, że deweloper znajdzie nabywców na ok. 2,5-2,6 tys. lokali w realizowanych inwestycjach i jednocześnie odda do użytku ponad 2,5 tys. lokali (poniżej prognozy zarządu). Tym samym powinno to pozwolić na wypracowanie ok. 538,8 mln PLN przychodów oraz ok. 1114,4 mln PLN EBITDA. Estymujemy, że na poziomie netto spółka osiągnie 88,6 mln PLN zysku. Liczymy również, że znacząca zwiększenie kontraktacji przełoży się również na dalszą poprawę wyników finansowych. Oczekujemy, że w '17 przychody wzrosną do 690,8 mln PLN, a zysk netto do 100,5 mln PLN.

Uważamy, że premia dla wskaźnika P/BV z jaką jest obecnie notowany deweloper względem większości rodzimych podmiotów z branży jest całkowicie uzasadniona. Przede wszystkim zwracamy uwagę, że strategia, jaką w ubiegłym roku ogłosiły władze spółki, zakładała kontrakcję/przekazania na poziomie 2,4-2,5 tys. lokali rocznie w latach 2016-17. Naszym zdaniem Robyg z dużą swobodą przekroczy te założenia. Duży udział w poprawie wyników operacyjnych miała udana rozbudowa banku ziemi i utrzymujące się dobre otoczenie makro. Po drugie Robyg pozytywną ścieżkę wynikową w kolejnych kwartałach, a to powinno przełożyć się na wysokie strumienie wypłacanych dywidend. Na korzyść spółki odczytujemy także lekką strukturę kosztową na poziomie SG&A i stabilną bazę gotówkową. Warto również docenić zdywersyfikowany geograficznie i rozbudowany bank ziemi, na którym deweloper mógłby obecnie wybudować blisko 9 tys. lokali. Uwagę zwraca również niski udział mieszkań gotowych w ofercie (jeden z najniższych wskaźników na rynku – ok. 5%). Przy naszych założeniach Robyg jest handlowany dla wskaźnika P/E na lata 2016-17 z kilkuprocentową premią względem grupy porównawczej. Dlatego też decydujemy się podtrzymać zalecenie Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 3,55 PLN/akcję.

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. 2,5-2,6 tys mieszkań w okresie 2016-17. Po zakończeniu szczegółowej prognozy zakładamy spadek liczby przekazywanych mieszkań, a docelowy pułap w 2025 roku wynosi nieco powyżej 2300 lokali.
- Zakładamy, że Robyg zakontraktuje w latach 2016-17 po ok. 2,5 tys. lokali. W długim terminie poziom ten będzie oscylował w granicach ok. 2,2-2,4 tys. lokali.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2015-17) będzie zbliżać się docelowo do 20%.
- Przyjęliśmy założenie o wypłacie dywidendy w wys. 65% z zysku netto w roku 2016, a w kolejnych latach wzrost do 100%.
- 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 2025 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 263,1 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 04.05.2016.

Metoda DCF dała wartość spółki Robyg na poziomie 951,8 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,62 PLN.

Model DCF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	538,8	690,8	716,1	802,4	801,1	820,7	839,6	857,3	874,0	889,9
EBIT [mln PLN]	112,5	130,3	120,2	114,3	110,3	111,4	112,3	112,9	113,2	113,3
Stopa podatkowa	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19,0	22,3	20,4	19,3	18,5	18,7	18,9	19,0	19,1	19,1
NOPLAT [mln PLN]	93,6	108,0	99,8	95,0	91,8	92,7	93,4	93,9	94,1	94,2
Amortyzacja [mln PLN]	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
CAPEX [mln PLN]	-2,7	-2,9	-2,4	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	70,8	26,8	26,2	-76,9	-26,6	-15,4	-13,0	-12,3	-7,0	-6,4
FCF [mln PLN]	163,5	133,8	125,5	17,6	64,9	77,1	80,3	81,5	87,1	87,8
DFCF [mln PLN]	155,7	118,5	103,1	13,4	45,7	50,2	48,4	45,4	44,9	41,8
Suma DFCF [mln PLN]	667,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1197,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	570,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1237,5									
Dług netto [mln PLN]	255,5									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	30,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	951,8									
Ilość akcji [tys.]	263,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,62									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	12,2%	28,2%	3,7%	12,1%	-0,2%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%
EBIT zmiana r/r	90,6%	15,8%	-7,8%	-4,9%	-3,5%	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	0,1%
FCF zmiana r/r	-	-18,2%	-6,2%	-85,9%	267,5%	18,9%	4,1%	1,6%	6,8%	0,8%
Marża EBITDA	21,2%	19,1%	17,1%	14,5%	14,0%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%
Marża EBIT	20,9%	18,9%	16,8%	14,2%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%	12,7%
Marża NOPLAT	17,4%	15,6%	13,9%	11,8%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%	10,6%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	145,9%	151,6%	122,3%	126,1%	116,7%	112,0%	107,8%	104,1%	101,8%	99,2%
Zmiana KO / Przychody	-13,1%	-3,9%	-3,7%	9,6%	3,3%	1,9%	1,5%	1,4%	0,8%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-121,2%	-17,6%	-103,3%	89,0%	-1937,7%	78,2%	68,7%	69,2%	42,2%	40,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
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	67,8%	67,2%	74,7%	75,0%	78,4%	78,6%	78,8%	81,8%	81,9%	81,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	32,2%	32,8%	25,3%	25,0%	21,6%	21,4%	21,2%	18,2%	18,1%	18,1%
WACC	7,6%	7,5%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%

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	3,22	3,43	3,68	4,01	5,90	5,07	6,00	7,56	10,69
	0,8	3,07	3,25	3,47	3,76	4,14	4,66	5,41	6,61	8,83
	0,9	2,92	3,08	3,29	3,54	3,86	4,30	4,92	5,87	7,51
	1,0	2,79	2,93	3,11	3,33	3,62	3,99	4,51	5,28	6,52
	1,1	2,66	2,80	2,95	3,15	3,40	3,72	4,16	4,79	5,76
	1,2	2,55	2,67	2,81	2,98	3,20	3,48	3,85	4,37	5,16
	1,3	2,44	2,55	2,68	2,83	3,02	3,27	3,59	4,02	4,66

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%	3,39	3,62	3,92	4,30	4,82	5,56	6,73	8,80	13,54
	4,00%	3,07	3,25	3,47	3,76	4,14	4,66	5,41	6,61	8,83
	5,00%	2,79	2,93	3,11	3,33	3,62	3,99	4,51	5,28	6,52
	6,00%	2,55	2,67	2,81	2,98	3,20	3,48	3,85	4,37	5,16
	7,00%	2,34	2,44	2,55	2,69	2,86	3,08	3,35	3,72	4,25
	8,00%	2,16	2,24	2,33	2,44	2,58	2,75	2,96	3,23	3,60
	9,00%	1,99	2,06	2,14	2,23	2,34	2,47	2,64	2,84	3,12

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%	5,62	5,33	5,06	4,82	4,59	4,39	4,20	4,03	3,86
	4,00%	4,98	4,67	4,39	4,14	3,92	3,71	3,53	3,36	3,20
	5,00%	4,45	4,14	3,86	3,62	3,40	3,20	3,02	2,86	2,71
	6,00%	4,03	3,71	3,44	3,20	2,99	2,80	2,63	2,48	2,34
	7,00%	3,66	3,36	3,09	2,86	2,66	2,48	2,32	2,18	2,05
	8,00%	3,36	3,06	2,80	2,58	2,39	2,22	2,06	1,93	1,80
	9,00%	3,09	2,80	2,55	2,34	2,16	1,99	1,85	1,72	1,61

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-18 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 **3,40 PLN**.

Wycena porównawcza dla Robyg

	Cena	P/E			P/BV		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Dom Development	56,69	11,7	10,0	11,4	1,5	1,5	1,5
PIK Group	175,28	18,0	12,9	9,8	4,8	3,7	2,7
Kaufman & Broad	138,73	13,6	11,8	10,9	1,2	1,1	1,0
Persimmon	83,38	10,5	9,9	8,8	2,3	2,1	1,9
Taylor Wimpey	7,80	10,7	11,3	9,3	2,0	1,8	1,8
Bovis Homes	37,07	7,9	6,8	6,0	1,1	1,0	0,9
Barratt Developments	22,61	9,9	8,9	8,4	1,4	1,3	1,2
Mediana		10,7	10,0	9,3	1,5	1,5	1,5
Robyg	3,17	9,4	8,3	9,1	1,6	1,5	1,4
Premia/dyskonto vs grupa		-12,0%	-16,8%	-3,1%	2,9%	-1,9%	-6,4%
Premia/dyskonto vs Dom Development		-19,3%	-16,8%	-20,4%	2,9%	-1,9%	-6,4%
Wycena wg wskaźnika		3,60	3,81	3,27	3,08	3,23	3,39
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników			3,56			3,23	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]			3,40				

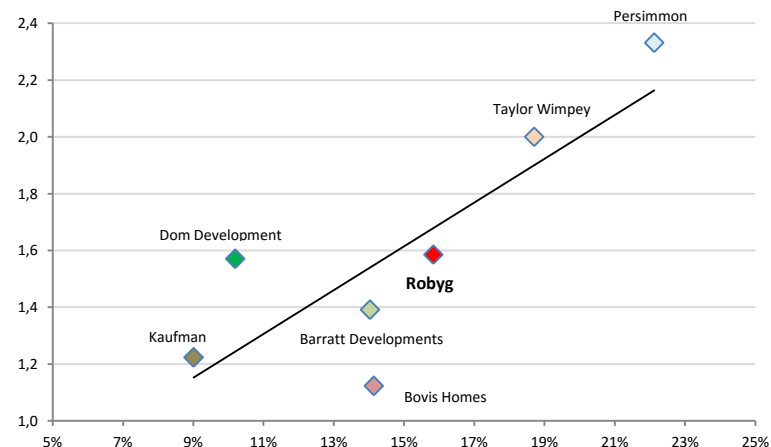
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Robyg na tle krajowych deweloperów

	P/E		P/BV	
	2016	2017	2016	2017
Dom Development	11,7	10,0	1,5	1,5
Ronson	13,4	12,9	0,9	0,9
Marvipol	7,8	9,9	0,8	0,7
Polnord	-	-	0,6	0,6
Vantage	18,0	15,8	0,5	0,5
LC Corp	12,8	9,3	0,7	0,6
Mediana	12,8	10,0	0,7	0,7
Robyg	9,4	8,3	1,6	1,5
Premia/dyskonto	-26,3%	-16,8%	113,1%	112,3%

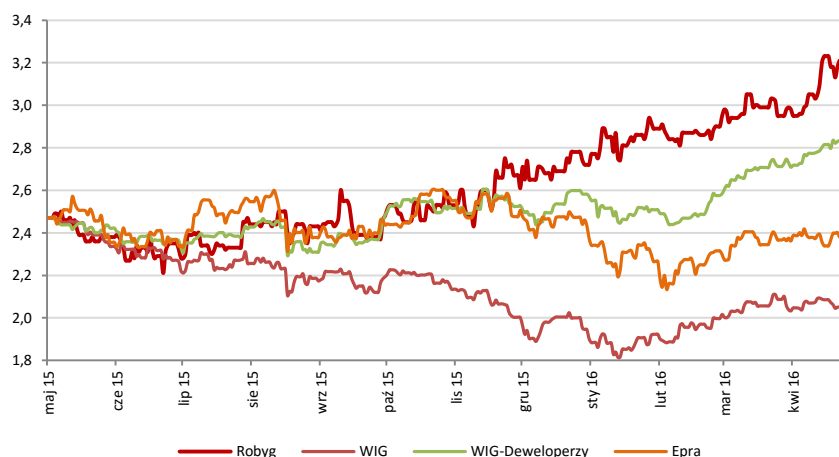
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Robyg – prognoza na rok 2016



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg, spółki

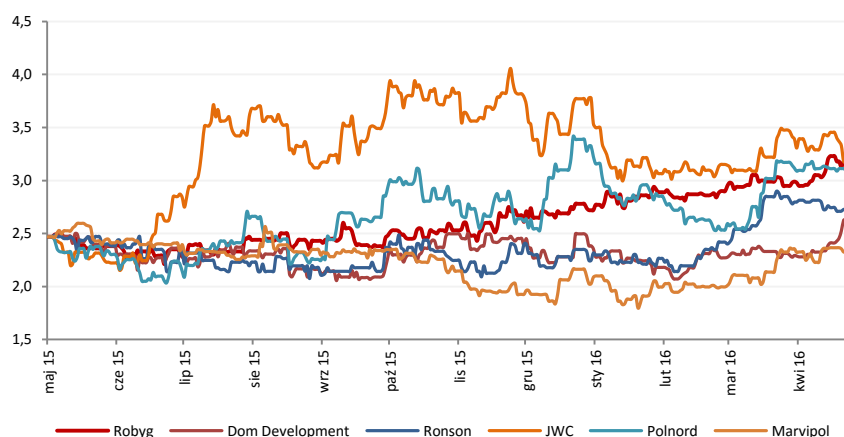
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



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 ostatniego roku walory Robygu były jedną z lepszych propozycji wśród deweloperów. Liczymy, że dzięki wzrostowi kontraktacji i dalszej poprawie wyników, trend się utrzyma.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **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 zaciągany kredyt mieszkaniowy 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 (6,4 tys. PLN/mkw, wcześniejsze progi były zdecydowanie niższe). Powoduje to, że najwięcej mogą na tym skorzystać mniejsi deweloperzy działający na danym rynku. W Gdańsku limit cenowy na 2Q'16 został utrzymany na poziomie 5,0 tys. PLN. W ostatnich wypowiedziach przedstawiciele rządu wskazywali, że wsparty ma być segment społecznego budownictwa mieszkaniowego. Nie znamy jednak szczegółów projektu.
- **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.
- **Rynek gruntów**

W ciągu kilku miesięcy ceny działek na terenie znacznie podrożały. Wielu deweloperów wskazuje, że lokalizacje które jeszcze pod koniec zeszłego roku kosztowały ok. 1,0 tys. PLN/PUM obecnie są sprzedawane nawet powyżej 1,5 tys. PLN/PUM (często za najlepsze działki trzeba płacić nawet po 2,0 tys. PLN/PUM). W naszej ocenie obecna sytuacja na rynku gruntów powoduje, że część deweloperów będzie się wstrzymywała z rozbudową banku ziemi, co może niekorzystnie oddziaływać na wyniki za 2-3 lata.
- **Ustawa o gruntach**

Od 30 kwietnia zaczęła nowa ustawa o gruntach. Zgodnie z jej postanowieniami grunty rolne będą mogli nabyć tylko ci, którzy prowadzą działalność rolną na terenie danej gminy od co najmniej 5 lat. Dodatkowo dana osoba może posiadać nie więcej niż 300 ha ziemi, a pierwokup działek będą mieli dzierżawcy lub sąsiadujący rolnicy. Ustawą będą objęte wszystkie grunty, które nie są objęte planem zagospodarowania przestrzennego. Przepisy wprowadzonej ustawy mogą być problemem w szczególności dla mniejszych deweloperów, którzy dysponują ograniczonym bankiem ziemi.

SZACUNKI WYNIKÓW ZA 1Q'2016

Liczymy, że w 1Q'16 deweloper poprawił wyniki finansowe względem 1Q'15. Według naszych szacunków przekazanie ok. 570 lokali przełożyło się na wzrost przychodów ze sprzedaży do ok. 118,6 mln PLN (+56,6% r/r). Spodziewamy się, że obniżeniu uległa pierwsza marża (do ok. 16,0%; -1,7 p.p. r/r), co jest efektem dużej liczby sprzedaży notarialnej inwestycji w Gdańsku (zakładamy, że z projektów Lawendowe Wzgórza i Albatross Towers Robyg oddał do użytku ok. 170 mieszkań). Z inwestycji w formie JV oczekujemy ok. 6,8 mln PLN zysku (vs 9,0 mln PLN w 1Q'15), co pozwoliłoby na wzrost EBITDA o ok. 10,1% r/r do 14,7 mln PLN. Na poziomie netto estymujemy wyniku w wys. 10,6 mln PLN, co implikuje spadek o 38% r/r (w 1Q'15 spółka zaraportowała ok. 9 mln PLN korzyści podatkowych).

Robyg zaprezentował bardzo pozytywny odczyt przedsprzedaży lokali. Grupie udało się znaleźć nabywców na 727 mieszkań, co implikuje wzrost r/r o 36%. Największą popularnością cieszyły się inwestycje zlokalizowane w dzielnicach Wilanów i Bemowo (w Warszawie) oraz Jasień i Morena (w Gdańsku), które łącznie odpowiadały ok. 76% zakontraktowanych lokali. Na koniec 1Q'16 w ofercie znajdowało się 1515 mieszkań, z czego gotowych było jedynie 71 szt. (co stanowi tylko 5% całkowitej oferty!). Cel przedsprzedaży na bieżący rok, na który wskazywał zarząd dewelopera to ok. 2,6 tys. zakontraktowanych mieszkań – po 1Q'16 cel został zrealizowany w blisko 28%. W 1Q'16 Robyg zakupił działkę na warszawskiej Pradze za ok. 16 mln PLN, z potencjałem wybudowania ok. 260 lokali. Obecny bank ziemi umożliwia realizację projektów na blisko 8,8 tys. mieszkań.

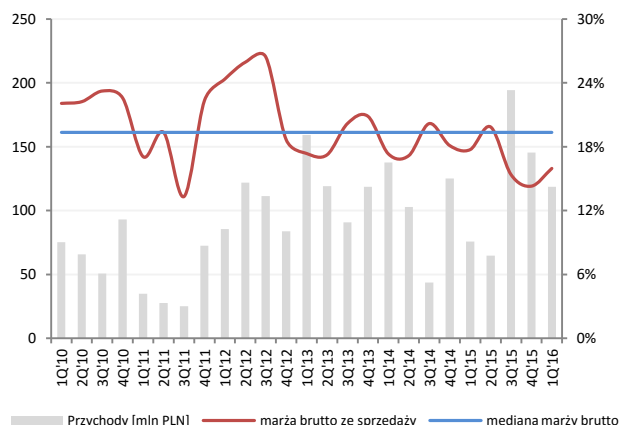
Bardzo dobrze oceniamy pozycję gotówkową spółki. Pomimo realizowanej rozbudowy banku ziemi szacujemy, że Robyg posiadał ok. 344 mln PLN środków na koniec 1Q'16, co z dużą dozą bezpieczeństwa pozwala patrzeć na kolejne kwartały (uwzględniając środki na rachunkach powierniczych dług netto/kapitały własne oscyluje w okolicy 0,3x!).

Szacunki wyników Robyg za 1Q'16 [mln PLN]*

	1Q'15	1Q'16P	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16P	zmiana r/r
Przychody	75,7	118,6	56,6%	347,3	523,2	50,6%
Wynik brutto	13,4	18,9	41,0%	62,5	82,5	31,9%
Udział w wyniku JV	9,0	6,8	-24,8%	30,6	28,3	-7,4%
EBIT	13,0	14,3	9,7%	54,9	60,3	9,9%
EBITDA	13,4	14,7	10,1%	56,3	62,2	10,5%
Wynik netto**	17,0	10,6	-38,0%	53,8	75,1	39,6%
Marża brutto	17,7%	16,0%		18,0%	15,8%	
Marża EBITDA	17,7%	12,4%		15,8%	11,5%	
Marża EBIT	17,2%	12,0%		16,2%	11,9%	
Marża netto	22,5%	8,9%		15,5%	14,3%	

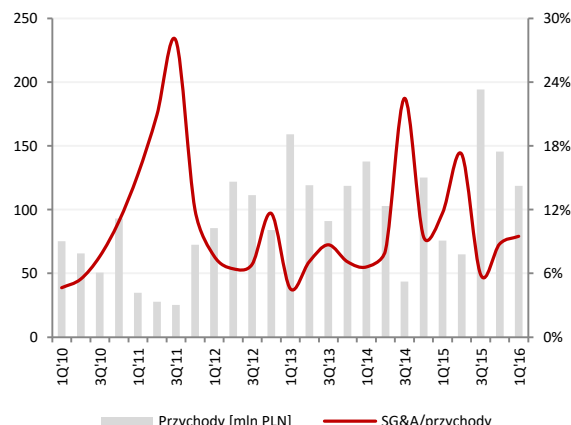
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *wyniki spółki wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej; **w 1Q'15 grupa rozpoznała ok. 9 mln PLN korzyści podatkowych

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



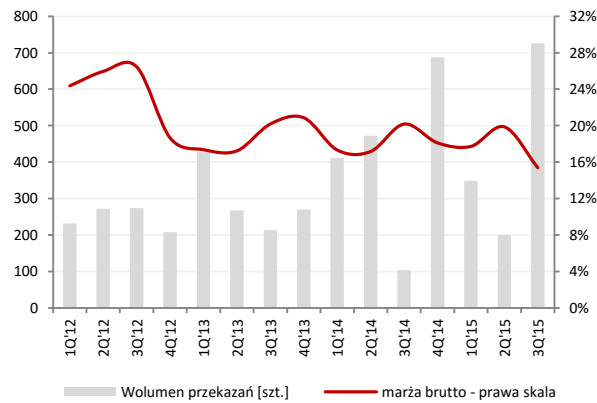
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



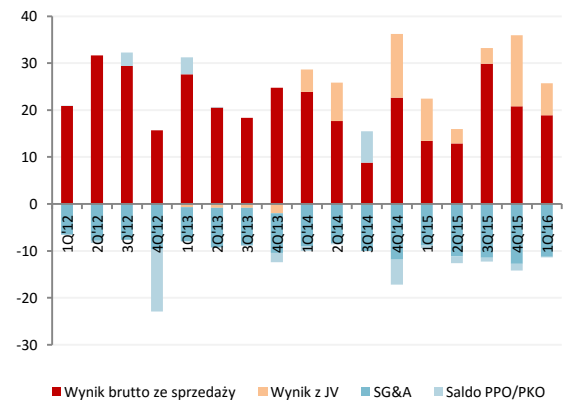
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazanych



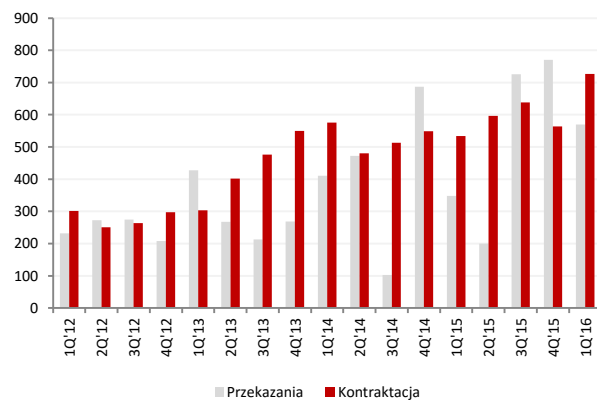
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dekompozycja EBIT



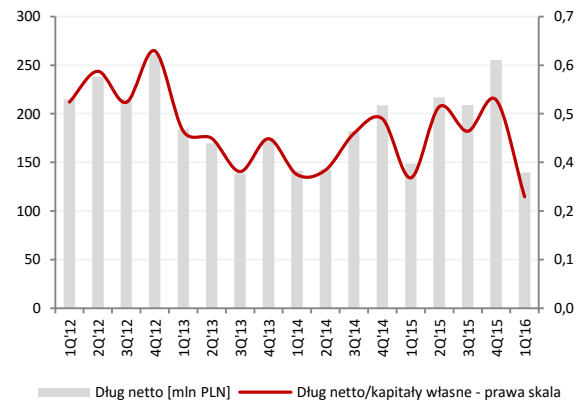
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja na tle przekazanych (ujęcie kwartalne)



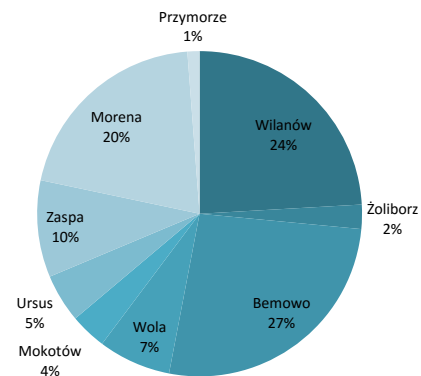
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto na tle kapitałów własnych



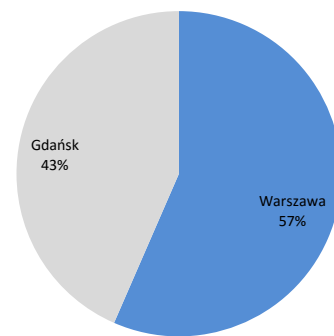
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg projektów w 1-4Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja w poszczególnych miastach w 1-4Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

W naszej ocenie harmonogram przekazania poszczególnych inwestycji jest korzystniejszy niż w minionym roku. Dlatego też spodziewamy się, że wyniki 2Q'16 okażą się znacznie lepsze w ujęciu r/r. W modelu przyjmujemy, że Robygowi uda się przekazać ok. 260 lokali, co implikuje wzrost wolumenu o ok. 27%. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w miksie sprzedaży notarialnej dużo większy niż w 2Q'15 będzie udział mieszkań realizowanych w formule wspólnych przedsięwzięć. Tym samym estymujemy, że przychody ze sprzedaży będą bliskie 36,5 mln PLN, przy jednoczesnej średniej marży brutto na poziomie 12,5% (-7,4 p.p. r/r). Według naszych obliczeń wynik z projektów jv wzrośnie do 7,4 mln PLN, co tym samym przełoży się na podniesienie EBITDA do ok. 7,1 mln PLN (+3,3 mln PLN). Na poziomie zysku netto oczekujemy ok. 4,4 mln PLN.

W ujęciu całorocznym spodziewamy się znaczącej poprawy wyników. Przede wszystkim istotnie wyższy niż w '15 powinien być wolumen przekazania – prognozujemy, że sprzedaż notarialna wzrośnie do ponad 2,5 tys. lokali (założenie znacznie bardziej konserwatywne niż szacunki zarządu). Liczymy także na zakontraktowanie ok. 2,6 tys. mieszkań. Tak duża poprawa powinna mieć przełożenie na zwiększenie przychodów ze sprzedaży do 538,8 mln PLN i podniesienie rentowności brutto do 20,9% (+4,9 p.p. r/r). Zakładamy, że zysk z jv będzie bliski 36,8 mln PLN, co pozwoli na wzrost EBITDA do ok. 114,4 mln PLN i wyniku netto do 88,6 mln PLN. Zarząd dewelopera zapowiedział dalszą rozbudowę banku ziemi (obecnie ok. 8,8 tys. lokali) i zamierza przeznaczyć w bieżącym roku ok. 150-200 mln PLN na nowe grunty (do tej pory spółka poinformowała o transakcjach na kwotę 36 mln PLN). Niemniej liczymy na poprawę cash flow operacyjnego i obniżenie wskaźnika zadłużenia netto w relacji do kapitałów własnych do poziomu ok. 0,4x. W bieżącym roku istotnie rozbudowana ma zostać także oferta – Robyg zapowiedział wprowadzenie do przedsprzedaży ponad 3,0 tys. lokali, co jest odpowiedzią na niestąbny popyt na rynku.

Również w '17 liczymy na dalszy wzrost wyników. Przyjmujemy, że Robyg odda klientom ok. 2,5-2,6 tys. mieszkań, realizując jednocześnie znacznie lepszą rentowność. Estymujemy, że EBITDA podniesie się do 132,3 mln PLN, a zysk netto do 100,5 mln PLN, co jednocześnie będzie miało wpływ na zwiększenie strumienia dywidendy. W kolejnych latach władze grupy zapowiedziały także uruchomienie pierwszych projektów we Wrocławiu, co ma pozwolić na dalszą dywersyfikację oferty (spółka planuje nabyć kilka działek, jednak nie jest wykluczona fuzja/przejęcie z lokalnym deweloperem) i ugruntować pozycję jednego z największych podmiotów na rynku mieszkaniowym.

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'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2013	2014	2015	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	137,7	102,9	43,6	125,1	75,7	64,9	194,3	145,5	118,6	36,5	102,0	281,7	485,9	409,3	480,4	538,8	690,8
Wynik brutto ze sprzedaży	23,9	17,6	8,8	22,7	13,4	12,9	29,9	20,8	18,9	4,5	23,2	66,2	90,5	73,0	77,0	112,9	158,6
Udział w zysku wspólnych przedsięwzięć	4,8	8,2	-0,2	13,6	9,0	3,1	3,3	15,1	6,8	7,4	5,0	17,6	0,0	26,4	30,6	36,8	15,8
EBITDA	19,0	17,6	5,8	19,4	13,4	3,8	21,4	22,2	14,7	7,1	20,8	71,7	57,8	61,8	60,8	114,4	132,3
EBIT	18,6	17,3	5,5	19,1	13,0	3,3	21,0	21,7	14,3	6,6	20,3	71,3	56,7	60,5	59,0	112,5	130,3
Wynik netto	9,8	11,8	2,9	22,0	17,0	1,1	46,9	16,5	10,6	4,4	18,9	54,7	28,8	46,5	81,6	88,6	100,5
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	17,1%	20,2%	18,1%	17,7%	19,9%	15,4%	14,3%	16,0%	12,5%	22,7%	23,5%	18,6%	17,8%	16,0%	20,9%	23,0%
Marża EBITDA	13,8%	17,1%	13,4%	15,5%	17,7%	5,9%	11,0%	15,3%	12,4%	19,4%	20,4%	25,5%	11,9%	15,1%	12,7%	21,2%	19,1%
Marża EBIT	13,5%	16,8%	12,6%	15,2%	17,2%	5,1%	10,8%	14,9%	12,0%	18,1%	19,9%	25,3%	11,7%	14,8%	12,3%	20,9%	18,9%
Marża netto	7,1%	11,5%	6,6%	17,6%	22,5%	1,7%	24,1%	11,4%	8,9%	12,1%	18,6%	19,4%	5,9%	11,4%	17,0%	16,4%	14,5%
Lokale sprzedane	576	480	513	549	534	597	638	564	542	634	668	567	1731	2118	2333	2597	2546
Lokale przekazane	411	472	103	652	350	202	724	772	571	257	397	1 276	1178	1638	2048	2501	2517

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2016-17

Projekt	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
City Apartments	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osiedle Królewskie	8,1	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Królewski Park	13,8	22,4	5,4	41,5	17,2	10,8	4,7	2,8
Wola City, etap 1	0,0	0,0	30,4	64,4	20,4	0,0	0,0	0,0
Albatross Towers	30,8	6,9	13,2	26,1	12,3	0,5	0,0	0,0
Słoneczna Morena	52,1	7,7	2,6	35,4	16,8	6,6	6,4	26,0
Osiedle Kameralne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	1,7	0,0
Lawendowe Wzgórza	11,7	5,1	8,2	21,9	14,4	16,8	12,5	27,7
Young City	7,0	5,3	14,6	35,0	16,8	8,6	3,1	0,0
Os. Kameralne II	0,0	0,0	0,0	24,4	14,6	8,1	24,4	9,8
Młody Wilanów	0,0	0,0	6,7	25,1	26,8	17,9	8,1	1,6
Modern Żoliborz Residence	0,0	0,0	30,2	21,6	8,2	0,0	0,0	0,0
Green Mokotów Residence	0,0	0,0	0,0	0,0	6,2	20,8	57,0	37,9
MoreNova	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,3	15,3
Stacja Nowy Ursus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	24,4	43,9
Mila Baltica	0,0	0,0	0,0	41,1	9,0	8,8	19,5	15,6
Villa Mobile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,6	23,4	39,6
Hallera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4
Young City II	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,2

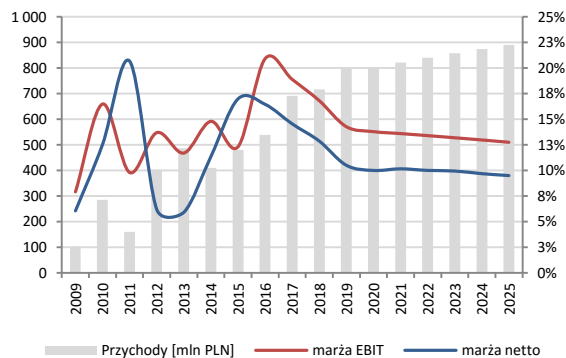
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przekazania wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2016-17

Projekt	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
City Apartments	29	0	0	0	0	0	0	0
Osiedle Królewskie	40	22	0	0	0	0	0	0
Królewski Park	74	120	29	222	92	58	25	15
Wola City, etap 1	0	0	85	180	57	0	0	0
Albatross Towers	114	25	48	95	45	2	0	0
Słoneczna Morena	200	30	10	139	66	26	25	102
Osiedle Kameralne	0	0	0	0	0	30	10	0
Lawendowe Wzgórza	57	25	40	107	70	82	61	135
Young City	57	35	95	228	109	56	20	0
Os. Kameralne II	0	0	0	75	45	25	75	30
Młody Wilanów	0	0	20	75	82	55	25	5
Modern Żoliborz Residence	0	0	70	50	19	0	0	0
Green Mokotów Residence	0	0	0	0	15	50	137	91
MoreNova	0	0	0	0	0	0	45	45
Stacja Nowy Ursus	0	0	0	0	0	10	75	135
Mila Baltica	0	0	0	105	23	25	55	44
Villa Mobile	0	0	0	0	0	35	65	110
Hallera	0	0	0	0	0	0	0	65
Young City II	0	0	0	0	0	0	0	45

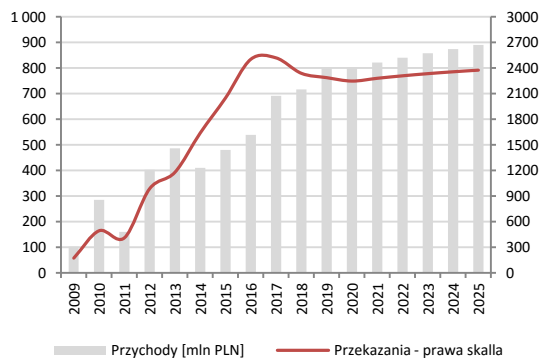
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marże EBIT i netto



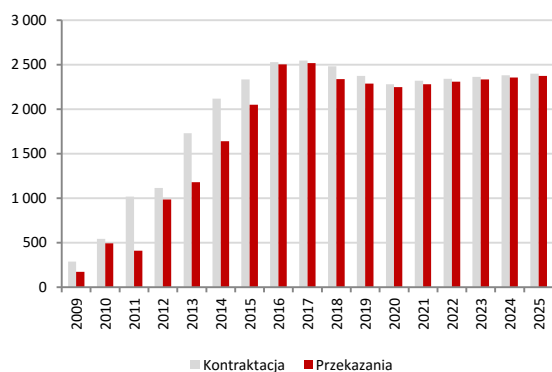
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



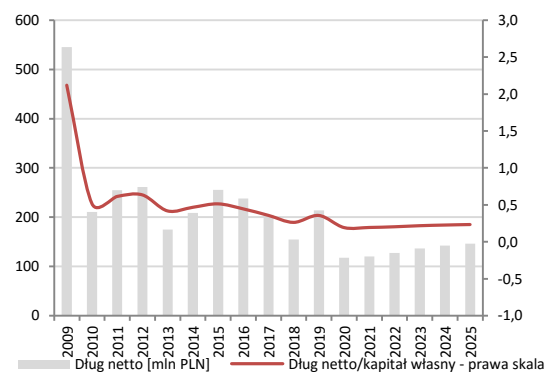
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



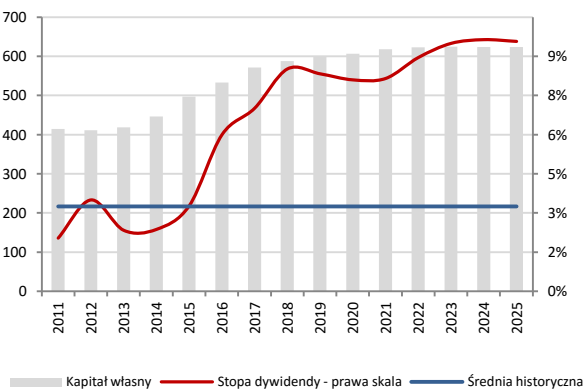
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



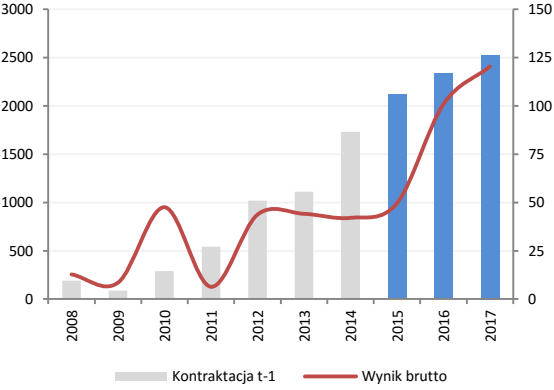
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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). Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '16 wyniosą 538,8 mln PLN, a EBITDA będzie wynosić 114,4 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien wypracować 88,6 mln PLN zaraportowanego zysku (+20,4% względem listopadowego raportu). W '17 szacujemy, że deweloper wypracuje 690,8 mln PLN przychodów, 132,3 mln PLN EBITDA i 100,5 mln PLN zysku netto. Pozytywniej niż w poprzedniej rekomendacji oceniamy także perspektywę Robyga w '18 (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 listopada '15 (ujęcie metodą praw własności)

	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	517,4	538,8	4,1%	574,6	690,8	20,2%	756,9	716,1	-5,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	100,8	112,9	12,0%	127,6	158,6	24,3%	157,5	160,8	2,1%
EBITDA	94,3	114,4	21,3%	102,0	132,3	29,7%	105,6	122,2	15,7%
EBIT	92,4	112,5	21,8%	100,1	130,3	30,2%	103,7	120,2	15,9%
Wynik netto	73,6	88,6	20,4%	75,6	100,5	32,9%	76,6	92,1	20,3%
marża brutto	19,5%	20,9%		22,2%	23,0%		20,8%	22,4%	
marża EBITDA	18,2%	21,2%		17,8%	19,1%		14,0%	17,1%	
marża EBIT	17,9%	20,9%		17,4%	18,9%		13,7%	16,8%	
marża netto	14,2%	16,4%		13,2%	14,5%		10,1%	12,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz BDM vs konsensus Bloomberg

	2016 BDM	2016 kons.	odchylenie	2017 BDM	2017 kons.	odchylenie	2018 BDM	2018 kons.	odchylenie
Przychody	538,8	583,0	-7,6%	690,8	686,0	0,7%	716,1	657,5	8,9%
EBITDA	114,4	100,5	13,9%	132,3	125,0	5,8%	122,2	129,0	-5,2%
EBIT	112,5	110,8	1,6%	130,3	119,8	8,8%	120,2	132,0	-8,9%
Wynik netto	88,6	81,2	9,2%	100,5	97,5	3,0%	92,1	105,0	-12,2%
Dług netto	237,8	273,0	-12,9%	204,7	253,9	-19,4%	155,1	316,5	-51,0%

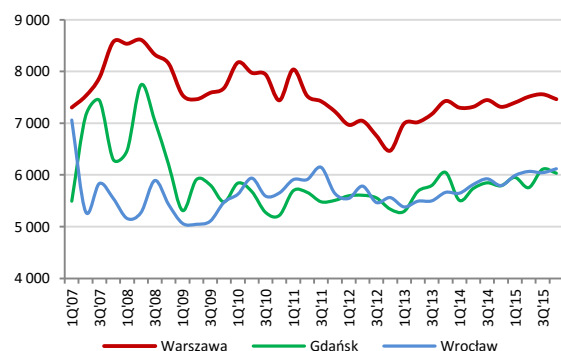
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 1Q'16 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 ósmy kwartał z rzędu łączna oferta w Poznaniu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Trójmieście i Wrocławiu wzrosła 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 wyprzedaży bieżącej oferty, liczonej w kwartałach w oparciu o tempo sprzedaży z ostatniego roku. W Warszawie czas ten utrzymuje się na poziomie 4 kwartałów, we Wrocławiu ok. 5,1 kwartału, a w Poznaniu nieco powyżej 4 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.

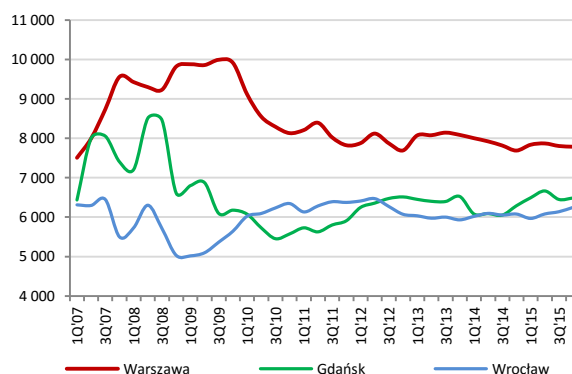
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmian w 4Q'15 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie spadek wyniósł 1,3% q/q (+2,0% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,5 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

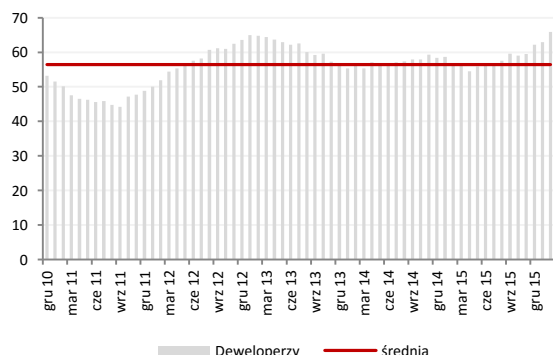
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

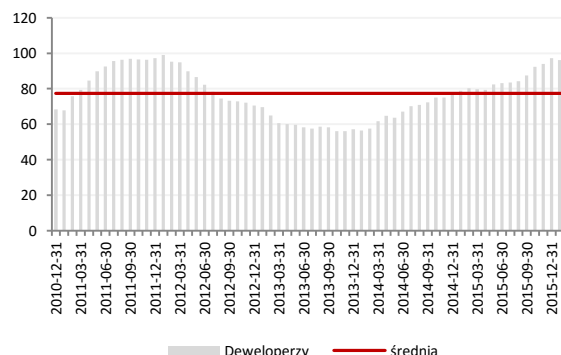
W ostatnich miesiącach zauważalne jest zwiększenie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem ożywienia gospodarczego. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczącym inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ponad 50% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty utrzymują ok. 50%-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

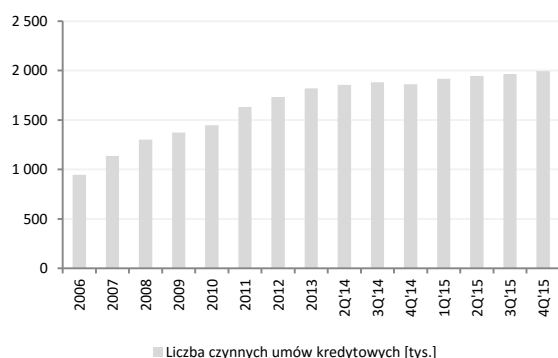
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

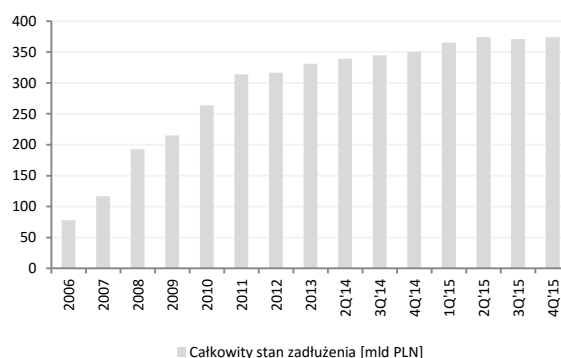
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, start programu MdM i Funduszu Mieszkań na Wynajem oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem części deweloperów koniunktura na 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 wzmacniały także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 4Q'15 odnotowano lekki wzrost 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



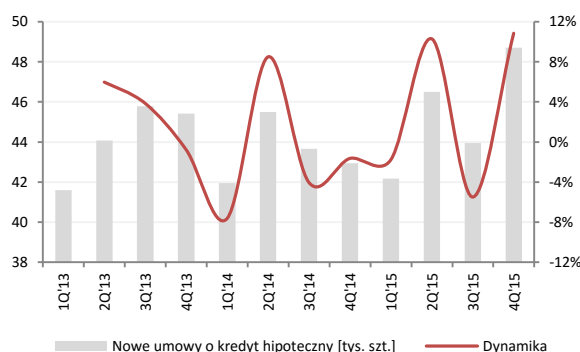
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



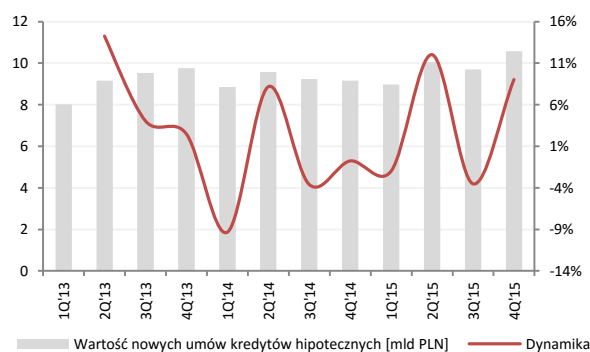
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



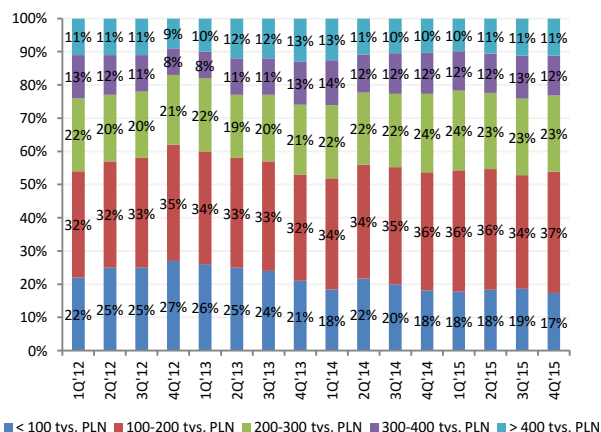
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



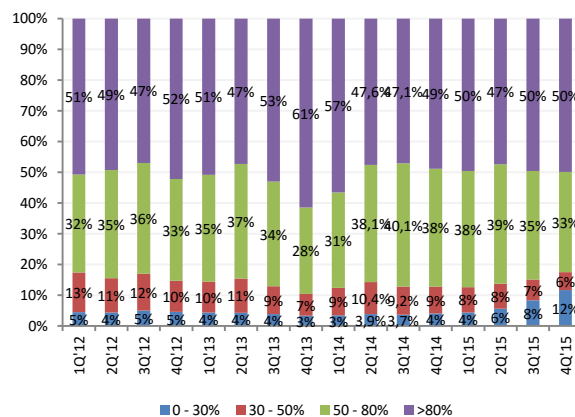
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



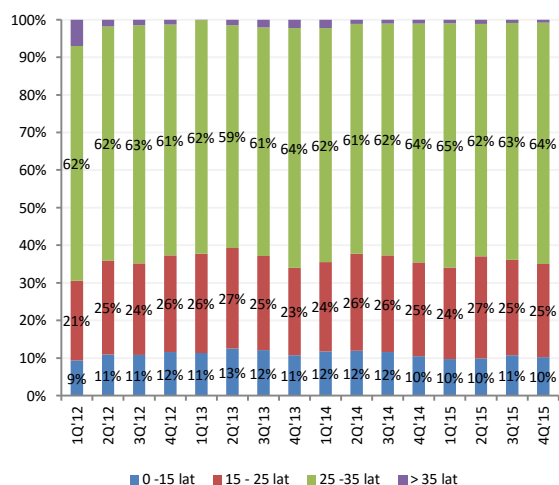
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



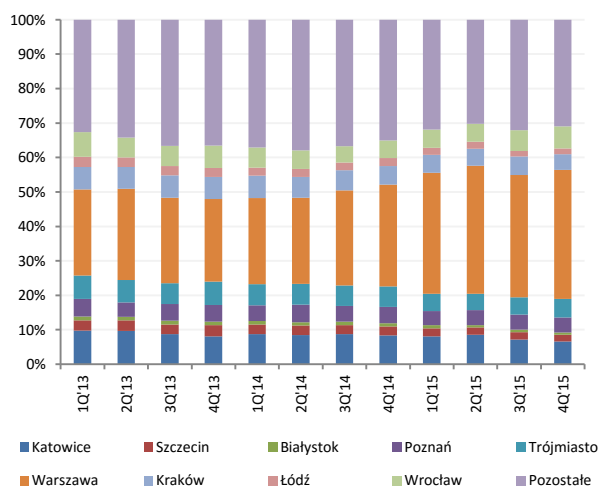
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



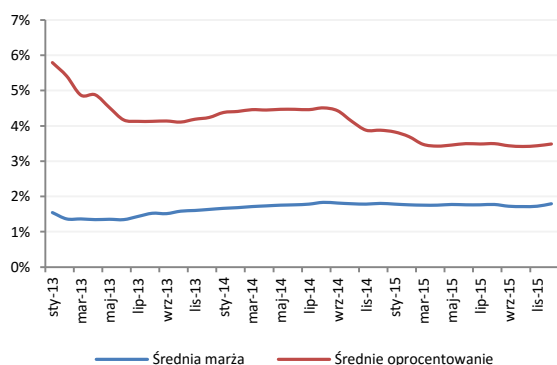
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



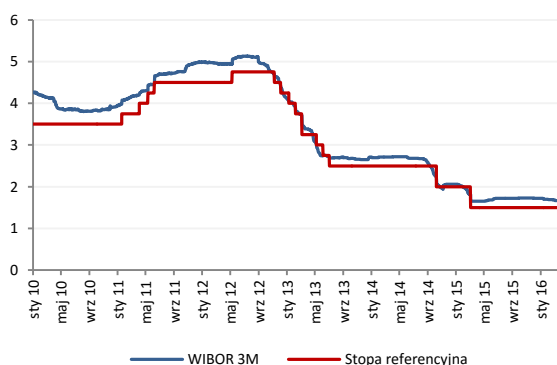
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

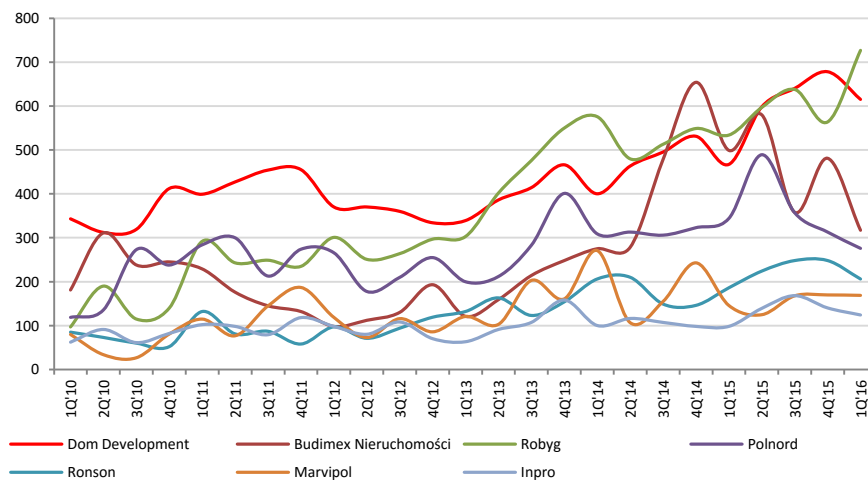
Korzystne otoczenie makro wyraźnie przekłada się na realizowaną sprzedaż mieszkań. Łączny wolumen zakontraktowanych lokali przez 11 głównych deweloperów mieszkaniowych w 1Q'16 wyniósł blisko 4,0 tys. lokali, co implikuje wzrost o ponad 13% r/r. Najlepiej poradziły sobie Vantage (które odnotowało jednorazową transakcję z FMnW); +172% r/r) oraz Atal, który znalazł 509 nabywców na swoje mieszkania (niemal +62% r/r). Bardzo dobrze poradzi sobie liderzy branży. Pomimo wysokiej bazy z ubiegłego roku Robyg zakontraktował 727 lokali, co implikuje dynamikę na poziomie 36% r/r, natomiast Dom Development zwiększył sprzedaż do 615 mieszkań (+32% r/r). Na tle całego rynku najslabiej zaprezentował się Budimex (-36,5% r/r).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 1Q'16

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	zmiana 1Q'16/1Q'15	2013	2014	2015	zmiana 2016/2015
Dom Development	400	463	495	531	467	598	640	678	615	31,7%	1 605	1 889	2 383	26,2%
Budimex Nieruchomości	275	278	478	654	499	580	358	481	317	-36,5%	742	1 685	1 918	13,8%
Robyg	576	480	513	549	534	597	638	564	727	36,1%	1 731	2 118	2 333	10,2%
Polnord	309	313	306	323	344	489	357	313	276	-19,8%	1 096	1 251	1 190	-4,9%
JWC (brutto)	248	248	311	272	373	352	466	378	343	-8,0%	941	1 079	1 569	45,4%
Ronson	206	210	149	146	186	224	248	248	206	10,8%	572	711	906	27,4%
Marvipol	271	107	155	243	146	125	168	170	169	15,8%	588	776	609	-21,5%
Atal	317	253	216	307	315	491	399	485	509	61,6%	573	1 093	1 690	54,6%
Inpro	100	116	107	98	98	139	168	140	124	26,5%	419	421	545	29,5%
Vantage	54	43	51	107	92	242	112	163	250	171,7%	51	255	609	138,8%
LC Corp	353	265	257	345	480	346	503	743	461	-4,0%	768	1 220	2 072	69,8%
RAZEM	3 109	2 776	3 038	3 575	3 534	4 183	4 057	4 050	3 997	13,1%	9 086	12 498	15 824	26,6%

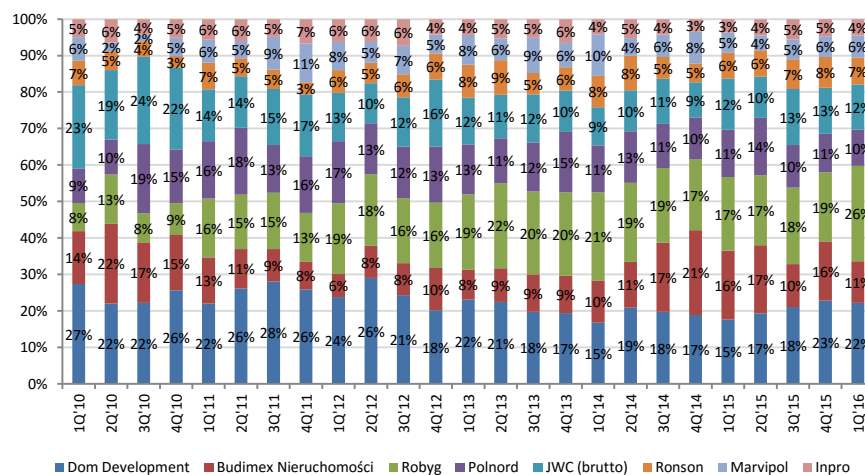
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartałna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



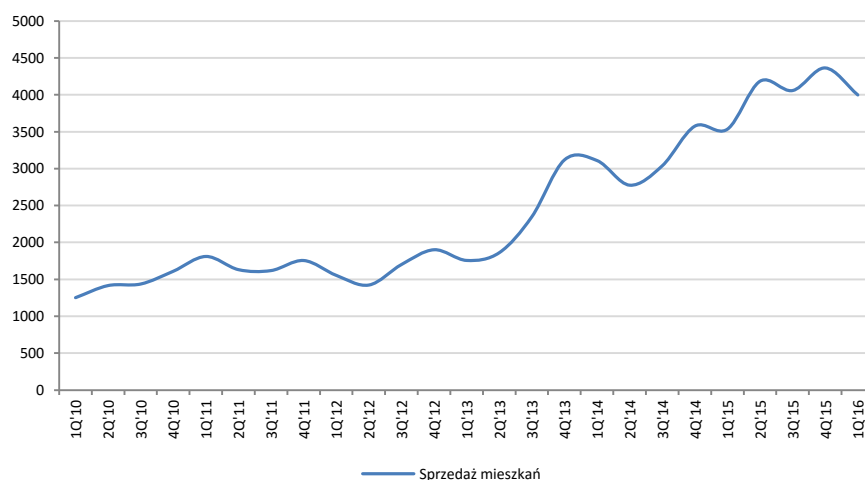
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki

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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	382,8	383,4	306,0	373,8	409,0	423,4	426,8	425,2	314,8	312,6	310,3	308,0	305,6	303,1
Rzeczowe aktywa trwałe	7,8	8,2	22,1	27,9	28,7	29,7	30,1	30,6	31,0	31,2	31,4	31,5	31,5	31,5
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	22,1
Nieruchomości inwestycyjne	132,9	104,5	121,6	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	0,0	87,9	52,8	50,1	86,8	102,6	108,0	108,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	220,4	160,7	87,5	206,8	204,3	201,9	199,5	197,0	194,6	192,2	189,8	187,3	184,9	182,5
Aktywa obrotowe	828,0	697,0	835,2	1104,8	1021,0	1108,4	993,8	1010,3	1072,7	1092,2	1105,8	1065,8	1073,6	1081,8
Zapasy	658,3	441,2	522,6	594,7	668,1	667,4	632,8	699,1	717,0	738,0	755,2	771,5	782,1	791,7
Należności z tyt. dostaw i usług	26,3	36,7	64,0	120,5	88,3	100,8	115,3	124,4	131,4	132,9	136,1	139,1	141,9	144,5
Pozostałe aktywa obrotowe	19,3	11,0	62,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	124,1	208,1	185,8	347,8	222,7	298,5	203,8	145,0	182,5	179,5	172,7	113,4	107,9	103,7
Aktywa razem	1210,8	1080,4	1141,2	1478,6	1430,0	1531,8	1420,5	1435,6	1387,5	1404,7	1416,1	1373,8	1379,2	1384,9
Kapitał (fundusz) własny	522,9	453,2	476,8	524,2	559,8	598,2	615,0	625,6	634,1	645,3	650,1	651,4	650,8	650,7
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	249,2	298,1	339,5	498,3	473,8	516,5	387,3	387,3	328,5	328,5	328,5	278,5	278,5	278,5
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	205,8	258,8	311,6	469,8	445,3	488,0	358,9	358,9	300,0	300,0	300,0	250,0	250,0	250,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	43,5	39,3	27,9	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	438,7	329,1	324,9	456,2	396,4	417,1	418,2	422,6	425,0	431,0	437,5	443,9	450,0	455,8
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	48,6	45,2	75,8	109,0	134,7	153,7	175,9	189,8	200,4	202,7	207,5	212,1	216,4	220,5
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	179,5	124,3	83,0	133,4	15,2	15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaliczki otrzymane od klientów	185,7	143,9	139,5	191,4	224,2	225,9	220,0	210,5	202,2	205,9	207,6	209,5	211,2	213,0
Rezerwy	18,5	11,2	17,3	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	6,4	4,5	9,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Pasywa razem	1210,8	1080,4	1141,2	1478,6	1430,0	1531,8	1420,5	1435,6	1387,5	1404,7	1416,1	1373,8	1379,2	1384,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	402,9	485,9	409,3	480,4	538,8	690,8	716,1	802,4	801,1	820,7	839,6	857,3	874,0	889,9
Koszty produktów, towarów i materiałów	305,3	395,4	336,3	403,4	425,9	532,2	555,3	638,4	640,7	657,3	673,3	688,3	702,6	716,3
Zysk brutto ze sprzedaży	97,6	90,5	73,0	77,0	112,9	158,6	160,8	164,1	160,3	163,4	166,3	169,0	171,4	173,6
Udział w zysku JV	0,0	0,0	26,4	30,6	36,8	15,8	5,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	12,2	14,3	13,8	16,3	16,9	21,6	22,4	25,1	25,1	25,7	26,3	26,9	27,4	27,9
Koszty zarządu	19,6	20,9	25,4	28,0	19,5	20,6	21,7	23,0	23,0	24,3	25,7	27,1	28,7	30,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,8	1,4	2,8	-4,2	-0,8	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
EBITDA	56,3	57,8	61,8	60,8	114,4	132,3	122,2	116,4	112,3	113,5	114,4	115,0	115,3	115,4
EBIT	55,1	56,7	60,5	59,0	112,5	130,3	120,2	114,3	110,3	111,4	112,3	112,9	113,2	113,3
Saldo działalności finansowej	-11,4	-12,6	-8,4	-9,5	-11,7	-10,0	-7,7	-10,4	-11,4	-8,5	-8,6	-7,6	-8,7	-8,9
Zysk (strata) brutto	43,7	44,1	52,0	49,6	100,8	120,3	112,5	104,0	98,9	102,9	103,7	105,3	104,5	104,4
Zysk (strata) netto	25,0	28,8	46,5	81,6	88,6	100,5	92,1	84,3	80,1	83,4	84,0	85,3	84,7	84,6
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	95,8	183,9	26,9	62,0	73,4	108,0	135,2	27,8	73,4	79,9	83,3	84,6	90,6	91,5
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-20,0	-17,1	-10,1	-14,6	-2,7	-2,9	-2,4	-2,5	106,0	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-79,4	-77,9	-26,8	115,1	-195,8	-29,3	-227,4	-84,1	-141,9	-80,6	-87,8	-141,7	-94,0	-93,6
Przepływy pieniężne netto	-3,7	88,9	-10,0	162,5	-125,1	75,8	-94,6	-58,8	37,5	-3,0	-6,8	-59,3	-5,5	-4,1
Środki pieniężne na początek okresu	128,3	124,7	193,9	183,9	347,8	222,7	298,5	203,8	145,0	182,5	179,5	172,7	113,4	107,9
Środki pieniężne na koniec okresu	124,7	213,6	183,9	346,5	222,7	298,5	203,8	145,0	182,5	179,5	172,7	113,4	107,9	103,7

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

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	151,1%	20,6%	-15,8%	17,4%	12,2%	28,2%	3,7%	12,1%	-0,2%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%
EBITDA zmiana r/r	386,2%	2,7%	6,9%	-1,7%	88,1%	15,7%	-7,6%	-4,8%	-3,4%	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	0,1%
EBIT zmiana r/r	415,2%	3,0%	6,6%	-2,3%	90,6%	15,8%	-7,8%	-4,9%	-3,5%	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	0,1%
Zysk netto zmiana r/r	-11,2%	15,1%	61,8%	75,3%	8,7%	13,4%	-8,3%	-8,5%	-4,9%	4,1%	0,8%	1,5%	-0,7%	-0,1%
Marża brutto na sprzedaży	24,2%	18,6%	17,8%	16,0%	20,9%	23,0%	22,4%	20,4%	20,0%	19,9%	19,8%	19,7%	19,6%	19,5%
Marża EBITDA	14,0%	11,9%	15,1%	12,7%	21,2%	19,1%	17,1%	14,5%	14,0%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%
Marża EBIT	13,7%	11,7%	14,8%	12,3%	20,9%	18,9%	16,8%	14,2%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%	12,7%
Marża brutto	10,8%	9,1%	12,7%	10,3%	18,7%	17,4%	15,7%	13,0%	12,3%	12,5%	12,4%	12,3%	12,0%	11,7%
Marża netto	6,2%	5,9%	11,4%	17,0%	16,4%	14,5%	12,9%	10,5%	10,0%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%
ROE	4,8%	6,3%	9,8%	15,6%	15,8%	16,8%	15,0%	13,5%	12,6%	12,9%	12,9%	13,1%	13,0%	13,0%
ROA	2,1%	2,7%	4,1%	5,5%	6,2%	6,6%	6,5%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	6,2%	6,1%	6,1%
Dług	385,2	383,2	394,6	603,3	460,5	503,2	358,9	358,9	300,0	300,0	300,0	250,0	250,0	250,0
D/(D+E)	31,8%	35,5%	34,6%	40,8%	32,2%	32,8%	25,3%	25,0%	21,6%	21,4%	21,2%	18,2%	18,1%	18,1%
D/E	279,8%	546,9%	480,1%	-762,9%	463,6%	529,5%	140,1%	134,6%	89,8%	86,9%	85,7%	62,3%	62,4%	62,4%
Odsetki / EBIT	34,5%	35,5%	28,5%	27,6%	20,6%	14,6%	17,4%	16,5%	16,0%	14,4%	14,2%	12,9%	11,7%	7,3%
Dług / Kapitał własny	73,7%	84,5%	82,8%	115,1%	82,3%	84,1%	58,4%	57,4%	47,3%	46,5%	46,1%	38,4%	38,4%	38,4%
Dług netto	260,5	169,6	210,7	256,8	237,8	204,7	155,1	213,9	117,5	120,5	127,3	136,6	142,1	146,3
Dług netto / Kapitał własny	49,8%	37,4%	44,2%	49,0%	42,5%	34,2%	25,2%	34,2%	18,5%	18,7%	19,6%	21,0%	21,8%	22,5%
Dług netto / EBITDA	462,8%	293,2%	340,8%	422,3%	207,9%	154,8%	126,9%	183,8%	104,6%	106,2%	111,3%	118,8%	123,3%	126,8%
Dług netto / EBIT	473,1%	298,9%	348,5%	434,9%	211,3%	157,1%	129,0%	187,1%	106,5%	108,2%	113,4%	121,0%	125,5%	129,1%
EV	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0	834,0
Dług / EV	46,2%	45,9%	47,3%	72,3%	55,2%	60,3%	43,0%	43,0%	36,0%	36,0%	36,0%	30,0%	30,0%	30,0%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,3%	0,6%	1,0%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	58,3%	136,7%	239,6%	324,5%	145,9%	151,6%	122,3%	126,1%	116,7%	112,0%	107,8%	104,1%	101,8%	99,2%
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%	0,2%
Zmiana KO / Przychody	4,7%	39,9%	1,3%	-19,7%	10,2%	3,5%	3,7%	-9,6%	-3,3%	-1,9%	-1,5%	-1,4%	-0,8%	-0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,8%	233,5%	15,9%	-194,1%	65,6%	41,3%	-57,7%	-89,0%	1937,7%	-78,2%	-68,7%	-69,2%	-42,2%	-40,1%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	2,1	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
P/E	33,4	29,0	17,9	18,5	9,4	8,3	9,1	9,9	10,4	10,0	9,9	9,8	9,8	9,9
P/BV	2,03	1,99	1,87	1,68	1,57	1,46	1,42	1,39	1,37	1,35	1,34	1,34	1,34	1,34
P/CE	5,6	3,5	3,6	1,9	2,7	2,1	2,8	3,6	3,2	3,2	3,2	4,2	4,3	4,4
EV/EBITDA	19,5	17,4	16,9	17,9	9,4	7,9	8,1	9,0	8,5	8,4	8,4	8,4	8,5	8,5
EV/EBIT	19,9	17,8	17,2	18,5	9,5	8,0	8,2	9,2	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,7
EV/S	2,7	2,1	2,0	1,9	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
BVPS	1,6	1,6	1,7	1,9	2,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
EPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,6	0,9	0,9	1,6	1,2	1,5	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7
DPS	0,12	0,08	0,08	0,11	0,20	0,24	0,29	0,28	0,27	0,27	0,30	0,32	0,32	0,32
Dyield	3,7%	2,5%	2,5%	3,5%	6,4%	7,4%	9,0%	8,8%	8,6%	8,6%	9,5%	10,1%	10,2%	10,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 3,17 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	3,55	Akumuluj	2,84	04.05.2016	3,17	47 102
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 2Q'16:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	2	29%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	2	29%
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

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 portfelową 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 04.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.05.2016 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 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 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 04.05.2016 roku:

- BDM nie 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.