



analityk: Adam Aniol

data sporządzenia: 17.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
3,01	791,9	52,41%	332,4	10,0	1,59

Grupa ROBYG to jeden z największych pod względem sprzedanych mieszkań wśród deweloperów działających na polskim rynku - poziom sprzedaży sięgnął 2333 lokali w 2015 r. Spółka jest jednym z liderów rynku mieszkaniowego w Gdańsku oraz Warszawie. Koncentruje się na rozwoju w segmencie mieszkań popularnych.

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
Przychody	104,2	125,1	-16,7%	104,2	97,6	6,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,6	29,9	-11,0%	26,6	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>25,5%</i>	<i>23,9%</i>		<i>25,5%</i>		
EBIT	23,2	21,0	10,5%	23,2	17,5	32,6%
<i>marża EBIT</i>	<i>22,3%</i>	<i>16,8%</i>		<i>22,3%</i>	<i>17,9%</i>	
Zysk netto	19,9	43,1	-53,8%	19,9	13,3	49,6%
<i>marża netto</i>	<i>19,1%</i>	<i>34,5%</i>		<i>19,1%</i>	<i>13,6%</i>	

Komentarz do wyników

Zgodnie z październikowym komunikatem, w 3Q'16 Grupa Robyg przekazała nabywcom 475 mieszkań (-34,5% r/r) co przełożyło się na ujemną dynamikę raportowanych przychodów (-46,4% r/r). Natomiast przychody obejmujące również projekty joint venture wyniosły 142,9 mln PLN, co oznacza spadek o 32,8% r/r. W efekcie w przeliczeniu na przekazany lokal, średnia cena mieszkania okazała się o 2,6% wyższa r/r. Największy udział w liczbie uznanych lokali miały projekty: Osiedle Królewskie (ok. 30%), Królewski Park (ok. 30%); Lawendowe Wzgórze (ok. 25%) oraz Modern Żoliborz Residence (ok. 20%).

Spółka zanotowała przy tym wysoką marżę brutto ze sprzedaży (z wyłączeniem projektów JV), która osiągnęła niemal rekordowy poziom 25,5% vs 15,4% w 3Q'15 oraz 16,0% w całym 2015 roku. Powyższe przełożyło się na mniejszy spadek zysku brutto r/r względem zmiany przychodów (26,6 mln PLN; -11,0% r/r). Dodatkowo, w odniesieniu do odpowiedniego okresu przed rokiem, w 3Q'16 podobnie jak w pierwszej połowie roku, **dużo wyższy okazał się udział w zysku wspólnych przedsięwzięć** (9,5 mln PLN vs 3,3 mln PLN w 3Q'15). W rezultacie, zysk brutto ze sprzedaży z uwzględnieniem udziału w projektach JV zanotował wzrost o 8,7% r/r osiągając poziom 36,1 mln PLN.

Koszty SG&A wyniosły w 3Q'16 wysoki poziom 13,5 mln PLN (+18,1% r/r), na co wpływ miał przede wszystkim mocny wzrost kosztów sprzedaży i marketingu (6,0 mln PLN; +40,7% r/r). Przełożyło się to na relatywnie wysoki udział kosztów w przychodach na poziomie 13,0% vs 12,2% w 1H'16 oraz 9,2% w całym 2015 roku.

Dzięki dodatniemu saldu z pozostałej działalności operacyjnej (+0,6 mln PLN vs -0,8 w 3Q'15), **wynik EBIT uległ poprawie o 10,8% r/r**. Saldo z działalności finansowej okazało się wyższe względem poprzednich dwóch kwartałów, jednak r/r pozostało na podobnym poziomie (-1,9 mln PLN vs -2,2 w 3Q'15). Spółka wykazała obciążenia podatkowe na poziomie 2,8 mln PLN co implikuje efektywną stawkę podatkową na poziomie 13,1%. **Należy przy tym zaznaczyć, że w 3Q'15 Spółka zaraportowała dodatnią wartość podatku dochodowego (+28,1 mln PLN), dzięki rozpoznanemu aktywemu z tytułu odroczonego podatku.** Z uwagi na powyższe, zysk netto w 3Q'16 na poziomie 19,9 mln PLN okazał się niższy r/r o 53,9% r/r.

Grupa osiągnęła w 3Q'16 wysokie przepływy operacyjne na poziomie 80,4 mln PLN względem 37,8 mln PLN w 3Q'15, głównie dzięki zmniejszeniu należności oraz zwiększeniu stanu rozliczeń międzyokresowych (wzrost przedpłat na mieszkania). **Względem końca czerwca sytuacja finansowa Grupy nie uległa zmianie, zadłużenie netto wzrosło o ponad 10 mln PLN do 463 mln PLN**, przy czym relacja do kapitałów własnych nieznacznie zmniejszyła się z 0,94x do 0,92x, ale mimo to prezentuje nadal relatywnie wysoki poziom.



Robyg

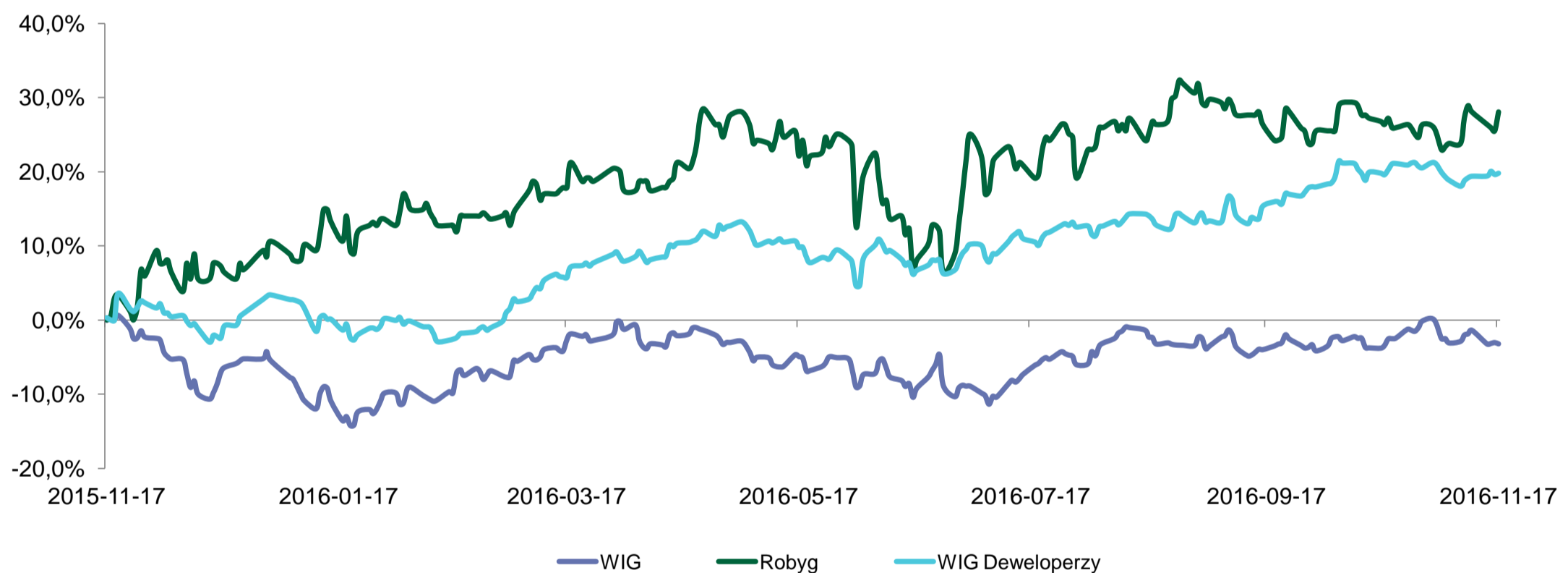
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki Grupy Robyg oceniamy pozytywnie. Mimo, iż liczba sprzedanych notarialnie lokali była znana wcześniej, zaraportowane rezultaty znacząco przekroczyły rynkowe oczekiwania, w szczególności na wyniku netto. Nie uwzględniając w ubiegłorocznym zysku netto dla 3Q'15 rozpoznania aktywa podatkowego, rezultat 3Q'16 okazałby się również lepszy r/r mimo mniejszej liczby przekazanych lokali (475 vs 726 w 3Q'16).

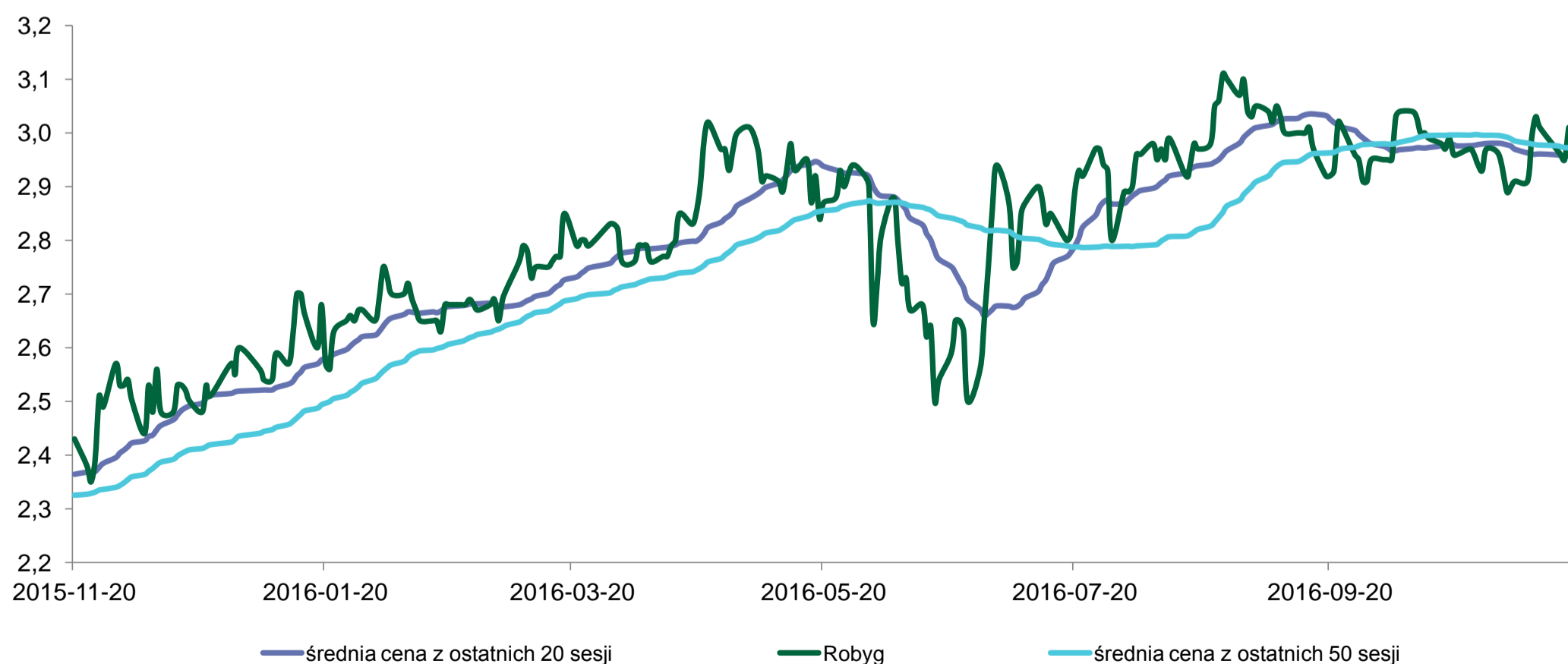
Ubiegły kwartał był dla Grupy rekordowy pod względem sprzedażowym (736 lokali; +98 r/r oraz +9 względem 1Q'16). Od początku roku Robyg sprzedał 2 111 mieszkań względem 1 769 w 1-3Q'15. Z uwagi na utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku mieszkaniowym oraz dużą płynność sprzedaży, Zarząd zdecydował się na podniesienie całorocznego celu sprzedażowego z 2 600 do 2 800 lokali (+20,0% r/r). Dodatkowo, Spółka podtrzymuje cel przekazania na 2016 rok na poziomie 2 800 mieszkań (+36,9% r/r), co implikuje sprzedaż notarialną w 4Q'16 na rekordowym poziomie 1192 lokali, oraz oczekiwany zysk operacyjny przekraczający 45,0 mln PLN (+110,4% r/r).

Zgodnie z zapowiedziami wydatków na grunty 150-200 mln PLN rocznie, od początku roku Grupa nabyła działki umożliwiające budowę ponad blisko 4 900 lokali. Uzupełnienie oferty zwiększa prawdopodobieństwo dalszych wzrostów sprzedaży w przyszłym roku (o ok 10-15%), jak i przekazania blisko 3 000 lokali. Poprawa wyników może sprzyjać wyższej dywidendzie z tegorocznego zysku, która może sięgnąć nawet 8-10% obecnej kapitalizacji.

Robyg vs WIG vs WIG - Deweloperzy



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

IPO.bm**BGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf