



analityk: Adam Anioł

data sporządzenia: 16.03.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>3,25</b>	<b>855,0</b>	<b>52,41%</b>	<b>2 851,2</b>	<b>7,9</b>	<b>1,72</b>

Grupa ROBYG to jeden z największych pod względem sprzedanych mieszkań wśród deweloperów działających na polskim rynku - poziom sprzedaży sięgnął 2957 lokali w 2016 r. Spółka jest jednym z liderów rynku mieszkaniowego w Gdańsku oraz Warszawie. Koncentruje się na rozwoju w segmencie mieszkań popularnych.

Wyniki kwartalne	4Q '16	4Q '15	r/r	4Q '16	4Q '16 - konsensus	różnica
<b>Przychody</b>	<b>215,5</b>	<b>125,1</b>	<b>72,3%</b>	<b>215,5</b>	<b>212,8</b>	<b>1,3%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży z projektami JV</b>	<b>76,0</b>	<b>35,9</b>	<b>111,7%</b>	<b>76,0</b>	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>35,3%</i>	<i>28,7%</i>		<i>35,3%</i>		
<b>Zysk brutto ze sprzedaży bez projektów JV</b>	<b>51,6</b>	<b>20,9</b>	<b>146,9%</b>	<b>51,6</b>	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>23,9%</i>	<i>16,7%</i>		<i>23,9%</i>		
<b>EBIT</b>	<b>57,5</b>	<b>21,7</b>	<b>165,0%</b>	<b>57,5</b>	<b>56,3</b>	<b>2,1%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>26,7%</i>	<i>17,4%</i>		<i>26,7%</i>	<i>26,5%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>51,9</b>	<b>18,4</b>	<b>182,1%</b>	<b>51,9</b>	<b>46,4</b>	<b>11,9%</b>
<i>marża netto</i>	<i>24,1%</i>	<i>14,7%</i>		<i>24,1%</i>	<i>21,8%</i>	

## Komentarz do wyników

Zgodnie ze styczniowym komunikatem, w 4Q'16 Grupa Robyng przekazała nabywcom 1 196 mieszkań (+54,9% r/r) co przełożyło się na istotną dynamikę raportowanych przychodów (48,1% r/r). Przychody obejmujące również projekty joint venture wyniosły 310,4 mln PLN, co oznacza wzrost o 46,7% r/r. W efekcie w przeliczeniu na przekazany lokal, średnia cena mieszkania okazała się o 5,3% niższa r/r wynosząc ok. 260 tys. PLN za lokal.

Spółka zanotowała przy tym relatywnie wysoką marżę brutto ze sprzedaży (z wyłączeniem projektów JV), która osiągnęła poziom 24,0% vs 14,3% w 4Q'15 oraz 16,0% w całym 2015 roku. Powyższe przełożyło się na wysoki wzrost nominalnego zysku brutto r/r do poziomu 51,6 mln PLN (+148% r/r). Dodatkowo, w odniesieniu do odpowiedniego okresu przed rokiem, w 4Q'16 podobnie jak w 2-3Q'16, dużo wyższy okazał się udział w zysku wspólnych przedsięwzięć (24,4 mln PLN vs 15,1 mln PLN w 4Q'15). W rezultacie, zysk brutto ze sprzedaży z uwzględnieniem udziału w projektach JV zanotował wzrost o 111,5% r/r osiągając poziom 76,0 mln PLN.

Koszty SG&A wyniosły w 4Q'16 wysoki poziom 15,8 mln PLN (+23,3% r/r), na co wpływ miał istotny wzrost kosztów sprzedaży i marketingu (6,1 mln PLN; +40,7% r/r) oraz kosztów ogólnego zarządu (9,6 mln PLN; +14,4% r/r). Niemniej z uwagi na znaczny przyrost przekazanych mieszkań, co przełożyło się na mocny wzrost przychodów, udział kosztów SG&A w przychodach kształtował się na niskim poziomie 7,3% vs 8,8% w 4Q'15.

Mimo ujemnego salda z pozostałej działalności operacyjnej (-2,7 mln PLN vs -1,4 w 4Q'15) wynik EBIT wyniósł 57,5 mln PLN (+164,7% r/r). Saldo z działalności finansowej okazało się dodatnie (+2,5 mln PLN vs -2,3 w 4Q'15). Spółka wykazała obciążenia podatkowe na poziomie 9,7 mln PLN, co implikuje efektywną stawkę podatkową na poziomie 16,2%. Z uwagi na powyższe, zysk netto w 4Q'16 na poziomie 51,9 mln PLN okazał się blisko trzykrotnie wyższy r/r (+182,1% r/r).

Grupa osiągnęła w 4Q'16 niskie przepływy operacyjne na poziomie 6,6 mln PLN względem -7,2 mln PLN w 4Q'15, głównie za sprawą zmniejszenia poziomu zaliczek otrzymanych od klientów, co związane było ze liczbą przekazanych mieszkań. Względem końca września sytuacja finansowa Grupy uległa poprawie - zadłużenie netto wzrosło o blisko 30 mln PLN do 492 mln PLN, przy czym relacja do kapitałów własnych zmniejszyła się z 0,92x do 0,88x.



# Robyg

## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

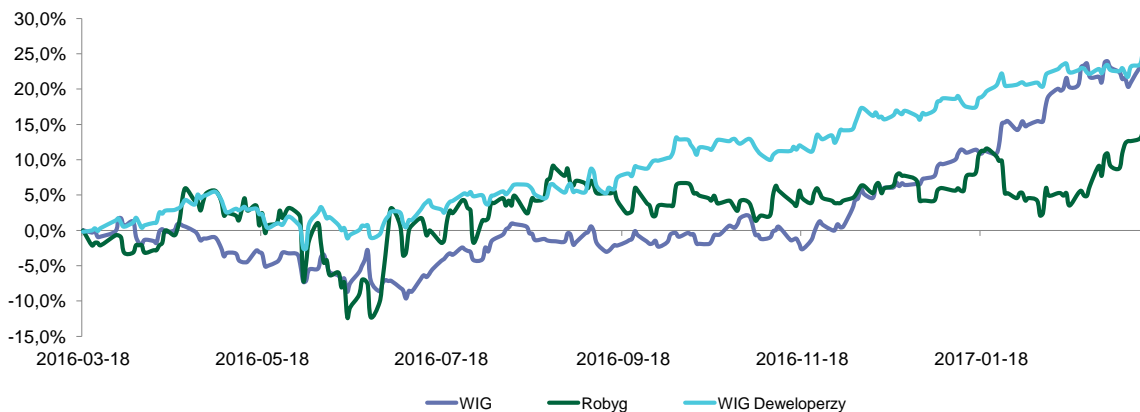
Wyniki Grupy Robyg oceniamy pozytywnie. Mimo, iż liczba sprzedanych notarialnie lokali była znana wcześniej, podobnie jak w 3Q'16, zaraportowane rezultaty przekroczyły rynkowe oczekiwania, w szczególności na wyniku netto. Ubiegły kwartał był dla Grupy kolejnym rekordowym, zarówno pod względem sprzedażowym (846 lokali; +282 r/r oraz +110 względem 3Q'16), jak i liczby przekazanych lokali (1 196 lokali; +424 r/r).

W całym roku 2016 Robyg sprzedał 2 957 mieszkań względem 2 333 w 2015 r. oraz 2 600 w pierwotnie zakładanej prognozie na ubiegły rok. Z uwagi na utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku mieszkaniowym oraz dużą płynność sprzedaży, Zarząd oczekuje, że w 2017 roku kontraktacja wyniesie około 3300 lokali (+11,6% r/r). Dodatkowo, Spółka oczekuje, że w wynikach bieżącego roku zostanie uwzględnione ok. 2 500 mieszkań (2 804 w 2016 r), z czego 1 460 mieszkań w projektów realizowanych przez Robyg i ponad 1 000 lokali w ramach projektów joint venture. Planowana mniejsza liczba przekazanych mieszkań wynika z przesunięcia zakończenia realizacji części projektów z końca 2017 roku na początek 2018 roku, co tym samym w ocenie Zarządu powinno się przełożyć na potencjał sprzedaży notarialnej (przekazań) na poziomie 3 500 - 4 000 w 2018 roku.

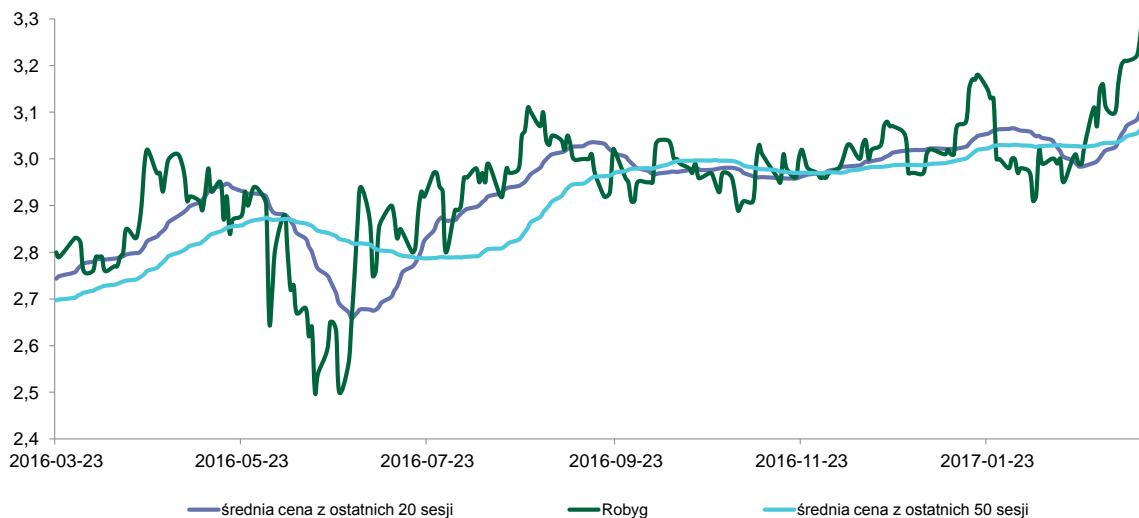
Przy okazji publikacji wyników, Zarząd przedstawił rekomendację wypłaty dywidendy, która implikuje poziom 0,27 PLN na akcję. Wysoka stopa dywidendy (8,3%) była oczekiwana przez rynek.

Rynek mieszkaniowy charakteryzuje się obecnie wysoką aktywnością, przy czym występuje względna równowaga między popytem za podażą, co wpływa na umiarkowanie stabilny poziom cen. Wg Reas, obecny średni czas wyprzedaży oferty mieszkaniowej wynosi ok. 3,4 kwartały dla Warszawy, 3,1 kwartały dla Wrocławia oraz 2,6 kwartały dla Trójmiasta, co sugeruje znaczny potencjał sprzedażowy dla branży deweloperskiej. Zarząd Spółki wskazuje na istotnej konkurencji na rynku gruntów. W 2016 roku Robyg przeznaczył 173,7 mln PLN na nowe grunty, które umożliwią budowę ok. 5 200 lokali.

## 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	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórny**      telefon      adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

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

**eIPO.bmBGZ**

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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)