



analityk: Adam Aniol

data sporządzenia: 24.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
3,34	966,6	56,73%	576,7	#NAZWA?	1,56

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 (EKD 70.22).

Wyniki kwartalne	2Q '17	2Q '16	r/r	2Q '17	2Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	145,1	74,9	93,7%	145,1	140,2	3,5%
Zysk brutto ze sprzedaży z projektami JV	38,4	36,0	6,7%	38,4	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	26,5%	48,1%		26,5%		
Zysk brutto ze sprzedaży bez projektów JV	37,0	14,8	149,7%	37,0	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	25,5%	19,8%		25,5%		
EBIT*	45,3	22,3	103,1%	45,3	20,5	121,0%
<i>marża EBIT</i>	31,2%	29,8%		31,2%	14,6%	
Zysk netto*	25,9	22,1	17,2%	25,9	11,4	127,2%
<i>marża netto</i>	17,8%	29,5%		17,8%	8,1%	

* zawiera zdarzenia jednorazowe (+18,8 mln PLN)

Komentarz do wyników

Z uwagi na harmonogram kończenia budów, w 1Q'17 Grupa Robyg przekazała nabywcom 396 mieszkań (-44,1% r/r), co przełożyło się na ujemną dynamikę raportowanych przychodów (69,5 mln PLN; -29,8% r/r). Przychody obejmujące również projekty joint venture wyniosły 145,1 mln PLN, co oznacza niemal podwojenie przychodów z 2Q16 (+93,9% r/r). Średnia cena mieszkania w przeliczeniu na przekazany lokal okazała się o 36,5% wyższa r/r wynosząc ok. 379 tys. PLN. Powyższe wynika w dużej mierze pełnej konsolidacji części projektów JV.

Względem ubiegłego roku, Spółka zanotowała wyższą marżę brutto ze sprzedaży (z wyłączeniem projektów JV), która osiągnęła poziom 22,5% vs 19,7% w 2Q16 oraz 22,5% w całym 2016 roku. Na relatywnie wysoką marżę wpływ miały przekazania lokali w projektach Stacja Nowy Ursus, Apartamenty Villa Nobile czy Miła Baltica, gdzie marża deweloperska wyniosła 39,3%. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 37,0 mln PLN i był o 150,3% wyższy r/r. Podobnie jak w 1Q17, w odniesieniu do odpowiedniego okresu przed rokiem oraz poprzednich kwartałów, w 2Q17, znacznie niższy okazał się udział w zysku wspólnych przedsięwzięć (1,4 mln PLN vs 21,3 mln PLN w 2Q16) z uwagi na zbliżające się zakończenie tych projektów.

Koszty SG&A wyniosły w 2Q'17 relatywnie wysoki poziom 13,4 mln PLN (+6,7% r/r), na co wpływ miał istotny wzrost kosztów sprzedaży i marketingu (6,4 mln PLN; +30,3% r/r) związany z intensywną sprzedażą mieszkań oraz wprowadzaniu nowych projektów do oferty. Na uwagę zasługuje przy tym spadek kosztów ogólnego zarządu, który nastąpił po kwartałach nieustannego wzrostu (7,0 mln PLN; -8,4% r/r).

Saldo z pozostałej działalności operacyjnej wyniosło 20,3 mln PLN vs -1,2 mln PLN w 2Q16. Powyższy wzrost wynikał przede wszystkim z rozpoznania zysku z przeszacowania nieruchomości inwestycyjnej na kwotę 18,8 mln PLN. W rezultacie wynik operacyjny wyniósł 45,3 mln PLN (103,2% r/r). Zysk EBIT oczyszczony o zdarzenia jednorazowe wyniósł 26,5 mln PLN co oznacza nadal istotny wzrost r/r na poziomie 18,9%. Ujemne saldo z działalności finansowej (-1,7 mln PLN vs -3,2 mln PLN w 2Q16), oraz relatywnie wysoka efektywna stawka podatkowa na poziomie 21,1% vs 12,8% w 2Q16, przełożyły się na wynik netto na poziomie 34,4 mln PLN (+60,5% r/r), przy czym zysk netto dla akcjonariuszy dominujących wyniósł 25,9 mln PLN (+17,3% r/r).

Grupa osiągnęła w 2Q'16 ujemne przepływy operacyjne na poziomie -8,6 mln PLN, na co wpływ miał przede wszystkim zwiększony poziom zaliczek otrzymanych od klientów oraz wzrost stanu zapasów. Przepływy netto wyniosły -26,1 mln PLN, na co wpływ miał także zakup gruntów (42,3 mln PLN). Względem końca ub. roku sytuacja finansowa Grupy uległa poprawie - zadłużenie netto obniżyło się o blisko 50 mln PLN do 450 mln PLN, a relacja do kapitałów własnych zmniejszyła się z 0,88x do 0,75x. Należy przy tym wspomnieć, że środki pieniężne z czerwcowej emisji akcji H (78,1 mln PLN) na dzień bilansowy nie wpłynęły do Spółki.



Robyg

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

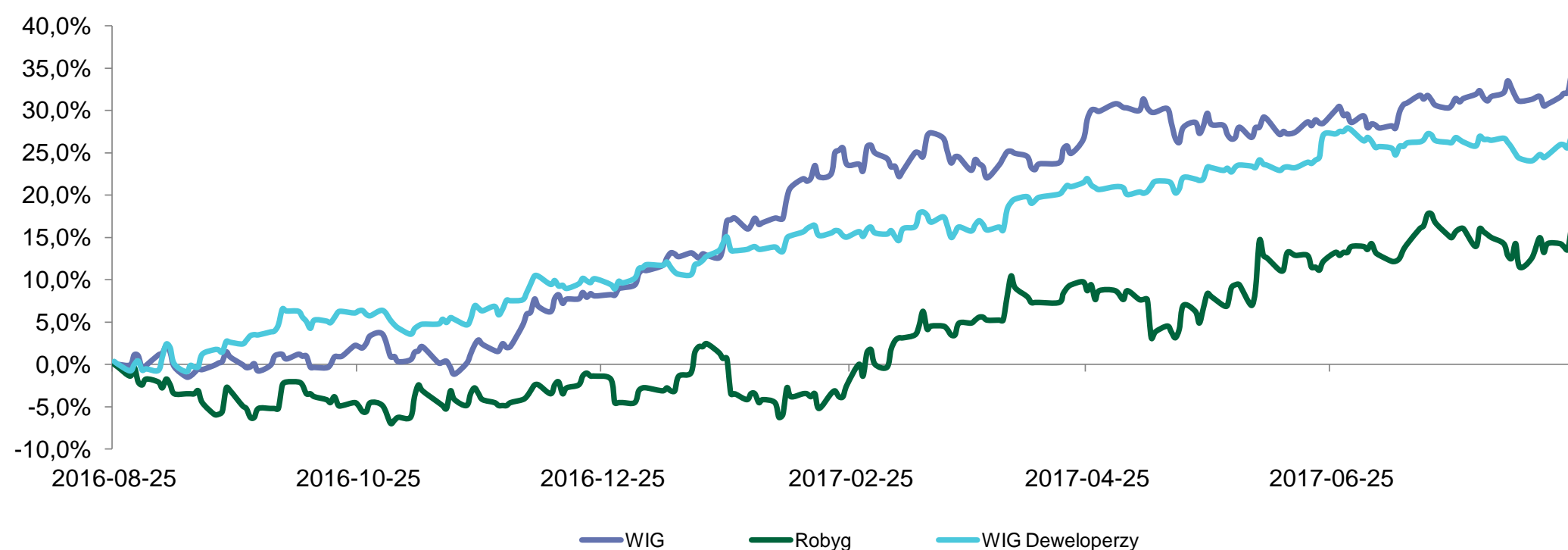
Wyniki Grupy Robyg oceniamy umiarkowanie pozytywnie, mimo iż liczba sprzedanych notarialnie lokali była niska w skali całego roku. Niemniej zaraportowane rezultaty ponownie pozytywnie zaskoczyły rynkowy konsensus, również gdy wyniki zostaną oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. Z uwagi na wspomniane przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnej (+18,8 mln PLN) Zarząd podwyższył prognozy zysku netto na bieżący rok z 90 mln PLN do 105 mln PLN (108,7 mln PLN w 2016 roku).

Drugi kwartał br. Grupa zakończyła sprzedaż na poziomie 756 lokali, czyli 17% r/r oraz 19% mniej q/q, co wynika m.in. z mocnej wyprzedaży oferty w 1Q'17. Z uwagi na utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku mieszkaniowym oraz dużą płynność sprzedaży, Zarząd podtrzymuje wcześniejsze oczekiwania, że w 2017 roku kontraktacja wyniesie około 3300 lokali (+11,6% r/r).

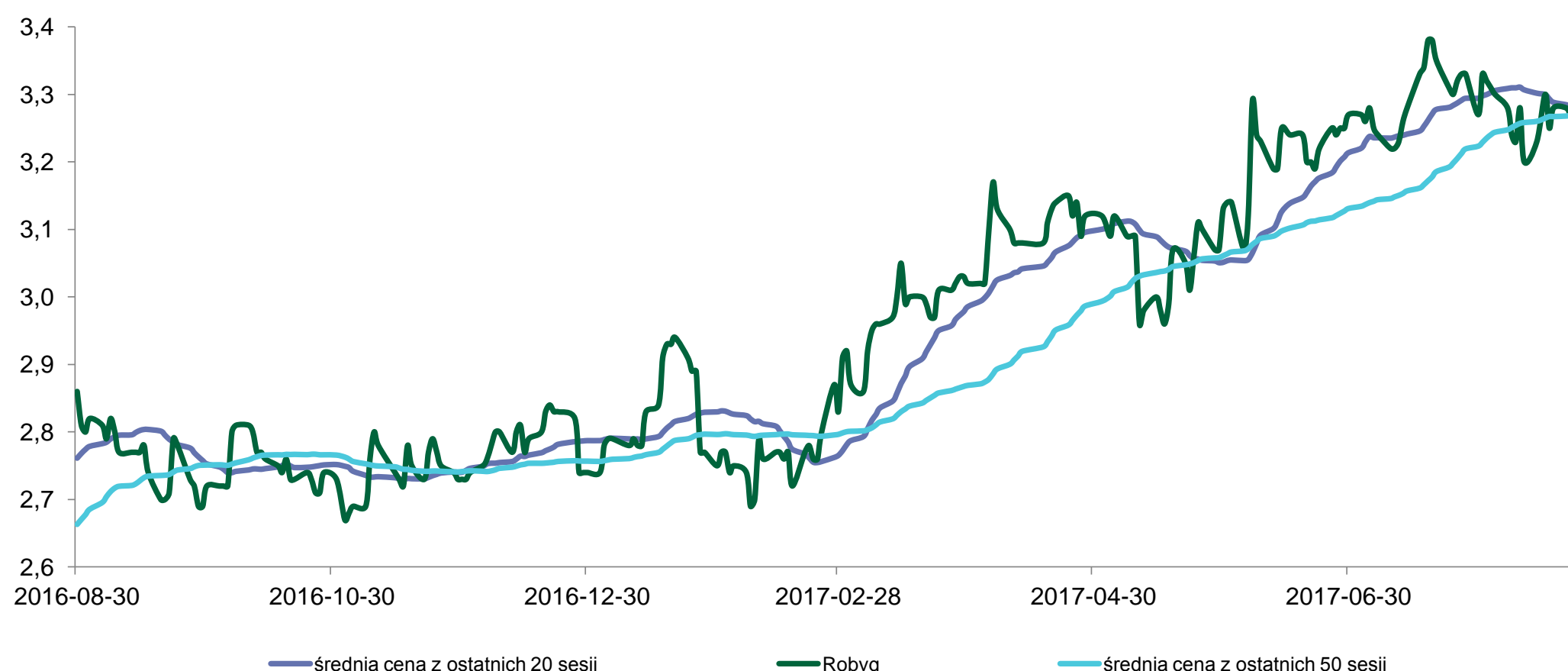
Dodatkowo, Spółka podtrzymuje, że w wynikach bieżącego roku zostanie uwzględnione ok. 2 500 mieszkań (2 804 w 2016 r). Planowana mniejsza liczba przekazania mieszkań wynika z przesunięcia zakończenia realizacji części projektów z końca 2017 roku na początek 2018 roku, co tym samym w **ocenie Zarządu powinno się przełożyć na potencjał sprzedaży notarialnej (przekazań) na poziomie 3 500 - 4 000 w 2018 roku.**

Rynek mieszkaniowy charakteryzuje się obecnie wysoką aktywnością, przy czym występuje względna równowaga między popytem za podażą, co wpływa na umiarkowanie stabilny poziom cen – na 6 rynkach monitorowanych przez Reas, w 2Q17 względem końca ub. roku nastąpił 8,1% wzrost cen dla mieszkań wprowadzonych oraz 2,7% wzrost cen lokali sprzedanych do oferty. **Wg Reas, obecny średni czas wyprzedaży oferty mieszkaniowej wynosi ok. 2,9, co sugeruje znaczny potencjał sprzedażowy dla branży deweloperskiej.**

Robyg vs WIG vs WIG - Nieruchomości



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
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

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

IPO.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 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 jakkolwiek 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 (0%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

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 odniesienie 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