



Dom Maklerski BDM S.A.

ROBYG

RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnich kwartałach Robyg wykorzystał sprzyjające otoczenie makro, co było widać zarówno po danych operacyjnych, jak i po kursie spółki. Obecne pułapy cenowe uważamy za niezbyt atrakcyjne i w naszej rekomendacji wskazujemy na szereg ryzyk i wyzwań, przed którymi stoi grupa. Ponadto uważamy, że większość oczekiwanych, pozytywnych zdarzeń jest już uwzględniona w kursie dewelopera. Przede wszystkim zwracamy uwagę na bardzo wysoką bazę przedsprzedaży z '16 (>2,8 tys. lokali), którą w '17 może być trudno przebić. To z kolei negatywnie może przełożyć się na wyniki zrealizowane w '18 oraz wynikające z tego strumienie dywidend (w naszej ocenie dynamiki wzrostu z poprzednich lat są nie od utrzymania). Wskazujemy, że rynek gdański odpowiada za ponad 50% realizowanej sprzedaży i może to stanowić ryzyko do utrzymania wysokich marż w dłuższym terminie (rentowności trójmiesięcznych inwestycji są niższe niż w projektach warszawskich). Z dużą rezerwą traktujemy plany wejścia do Wrocławia i dostrzegamy tu pole do negatywnych rozczarowań (przykładem może tu być Dom Development; rynek jest specyficzny i mocno rozdrobniony, klienci preferują miejscowych deweloperów, marże <20%). Wskazujemy także na obecną sytuację na rynku gruntów. Ceny na rynku warszawskim istotnie wzrosły w perspektywie kilku kwartałów (za najlepsze działki trzeba niekiedy zapłacić >2,0 tys. PLN/PUM), co nawet przy rozległym banku ziemi w długim terminie stwarza ryzyko mocnej presji na marżę. Z otoczenia makro czynnikami ryzyka wydają się być kończący się w '18 Mdm, rządowy program „Mieszkanie +” oraz zbliżające się podwyżki stóp procentowych. Zwracamy także uwagę na zanikające dyskonto względem dużych zagranicznych podmiotów i istotną premię w odniesieniu do rodzimych deweloperów. Dlatego też ustalamy cenę docelową na poziomie 2,71 PLN/akcję i zmieniamy zalecenie z Akumuluj na Redukuj.

Po udanym okresie 1-3Q'16, zakładamy że kontynuację tego trendu będzie stanowił też 4Q'16. Spodziewamy się, że zgodnie z zapowiedziami zarządu, deweloper przekaze klientom blisko 1,0 tys. lokali (historyczny rekord) oraz zakontraktuje niemal 710 mieszkań. Tym samym powinno to umożliwić wypracowanie 174,1 mln PLN przychodów oraz realizację 22,1% marży brutto. W ramach inwestycji prowadzonych w formule jv estymujemy 18,0 mln PLN zysku, dzięki czemu EBITDA grupy powinna podnieść się do 43,7 mln PLN (niemal dwukrotnie więcej niż przed rokiem).

Wysoka kontrakcja zrealizowana w '16 będzie miała wpływ na dalszą poprawę wyników finansowych w '17. Szacujemy, że spółka przekaze 2,6-2,7 tys. lokali w ujęciu całorocznym, ale zwracamy uwagę, że z harmonogramu przekazania można oczekiwać, że gros sprzedaży notarialnej przypadnie ponownie na 2H'17 (słabsze wynikowo 1H'17). Estymujemy, że deweloper wygeneruje niemal 700 mln PLN przychodów i niecałe 120 mln PLN EBITDA (jedynie +8% r/r). Ostrożniej podchodzimy do kontrakcji w przyszłym roku. Pomimo rozbudowy banku ziemi, należy mieć na względzie, że baza przedsprzedaży z '16 jest bardzo wysoka i naszym zdaniem ciężko oczekiwać, że w kolejnych kwartałach będzie ona poprawiona (a jeśli już to z pewnością nie będą to duże wzrosty). W naszym modelu przyjmujemy, że w '17 Robyg znajdzie nabywców na 2,7 tys. mieszkań, co w połączeniu z rosnącym udziałem rynku gdańskiego w strukturze przekazania (i niższymi marżami, które są realizowane w tym mieście) w perspektywie '18 skutkowałoby spadkiem wyników grupy.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	409,3	480,4	475,7	696,6	726,6	794,3
EBITDA adj. [mln PLN]*	51,8	60,8	110,8	119,6	105,4	105,0
EBIT adj. [mln PLN]*	50,5	59,0	108,5	117,3	103,1	102,7
Wynik netto adj. [mln PLN]*	38,4	45,0	90,4	87,1	73,0	69,8
P/BV	1,79	1,61	1,49	1,42	1,40	1,38
P/E*	20,8	17,8	8,8	9,2	11,0	11,5
EV/EBITDA*	19,5	17,4	10,2	9,9	11,0	11,4
EV/EBIT*	20,0	17,9	10,4	10,1	11,3	11,6
DPS	0,08	0,11	0,20	0,24	0,25	0,22

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

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 2,71 PLN

28 GRUDNIA 2016, 11:19 CEST

Wycena końcowa [PLN]	2,71
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,04
Kapitalizacja [mln PLN]	799,8
Ilość akcji [mln. szt.]	263,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,11
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,75
Stopa zwrotu za 3 mc	+5,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	+0,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	+4,1%
Akcjonariat (% głosów):	
TFI PZU	11,2%
Aviva OFE	9,5%
PZU OFE	9,1%
PKO BP PTE	8,7%
Oscar Kazanelson	8,4%
NN OFE	8,1%
Aegon OFE	7,6%
Generali OFE	7,2%
Pozostali	30,1%

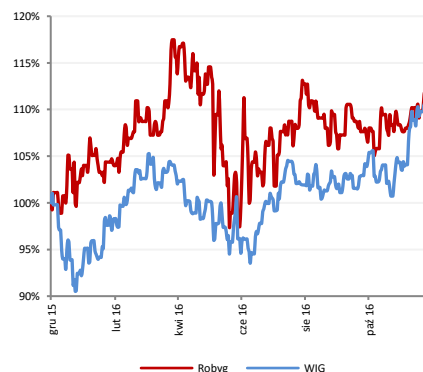
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI ZA 3Q'2016.....	10
PROGNOZA NA 4Q'16 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 2,59 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,98 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 712,5 mln PLN, czyli **2,71 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	682,0	2,59
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	783,5	2,98
C= (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa	712,5	2,71

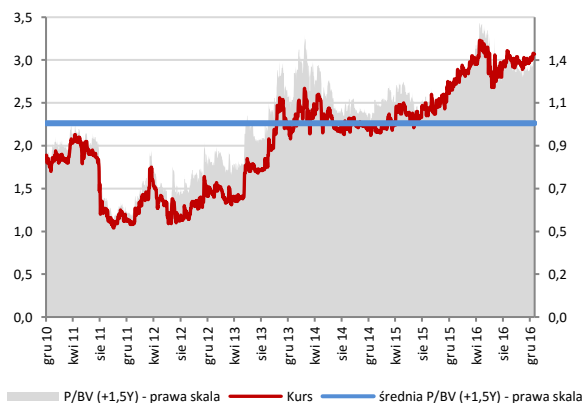
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po udanym okresie 1-3Q'16, zakładamy że kontynuację tego trendu będzie stanowił też 4Q'16. Spodziewamy się, że zgodnie z zapowiedziami zarządu, deweloper przekaze klientom blisko 1,0 tys. lokali (historyczny rekord) oraz zakontraktuje niemal 710 mieszkań. Tym samym powinno to umożliwić wypracowanie 174,1 mln PLN przychodów oraz realizację 22,1% marży brutto. W ramach inwestycji prowadzonych w formule jv estymujemy 18,0 mln PLN zysku, dzięki czemu EBITDA grupy powinna podnieść się do 43,7 mln PLN (niemal dwukrotnie więcej niż przed rokiem).

Wysoka kontraktacja zrealizowana w '16 będzie miała wpływ na dalszą poprawę wyników finansowych w '17. Szacujemy, że spółka przekaze 2,6-2,7 tys. lokali w ujęciu całorocznym, ale zwracamy uwagę, że z harmonogramu przekazania można oczekiwać, że gros sprzedaży notarialnej przypadnie ponownie na 2H'17 (słabsze wynikowo 1H'17). Estymujemy, że deweloper wygeneruje niemal 700 mln PLN przychodów i niecałe 120 mln PLN EBITDA (jedynie +8% r/r). Ostrożniej podchodzimy do kontraktacji w przyszłym roku. Pomimo rozbudowy banku ziemi, należy mieć na względzie, że baza przedsprzedaży z '16 jest bardzo wysoka i naszym zdaniem ciężko oczekiwać, że w kolejnych kwartałach będzie ona poprawiona (a jeśli już to z pewnością nie będą to duże wzrosty). W naszym modelu przyjmujemy, że w '17 Robyg znajdzie nabywców na 2,7 tys. mieszkań, co w połączeniu z rosnącym udziałem rynku gdańskiego w strukturze przekazania (i niższymi marżami, które są realizowane w tym mieście) w perspektywie '18 skutkowałoby spadkiem wyników grupy.

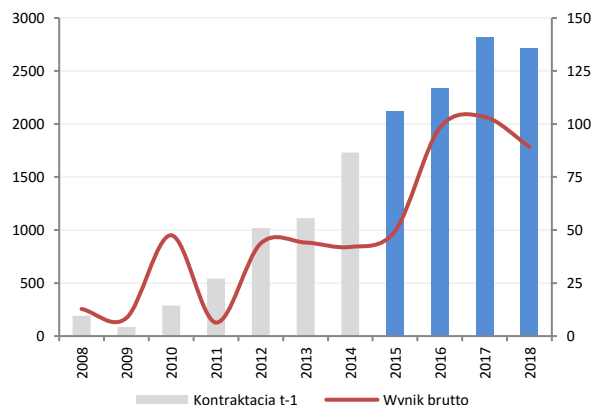
Walory Robyga były jednym z lepszych typów z obszaru deweloperskiego w perspektywie 2015-16. Uważamy jednak, że obecne oczekiwania względem spółki są mocno wygórowane, co może stanowić pole do rozczarowań w perspektywie kolejnych miesięcy. Przede wszystkim wskazujemy, że na bardzo wysoką bazę kontraktacji z bieżącego roku, która naszym zdaniem może być trudna do przebiccia w '17. Tym samym miałoby to wpływ na spadek wyników w '18 i osłabienie sentymentu do dewelopera. Warto zauważyć, że presja na rentowność może pojawić się już w najbliższym czasie: rynek trójmiejski stanowi obecnie lekko powyżej 50% kontraktacji, a projekty, które są tam realizowane cechują się niższymi cenami oraz mniejszą marżą niż inwestycje warszawskie. Ponadto dużą niewiadomą jest rynek wrocławski, na którym Robyg od dłuższego czasu planuje się pojawić. Z naszej perspektywy wejście do Wrocławia może zakończyć się fiaskiem, patrząc na niedawny przykład Dom Development (mocna pozycja lokalnych deweloperów; inna specyfika kontraktacji; marże <20%). Dodatkowo ciężko oczekiwać, że w dłuższym terminie spółka będzie w stanie utrzymywać marże, które realizuje dziś na dużej części projektów (>30%). Wskazujemy na obecną sytuację na rynku warszawskim istotnie wzrosły w perspektywie kilku kwartałów (za najlepsze działki trzeba niekiedy zapłacić >2,0 tys. PLN/PUM), co nawet przy rozległym banku ziemi w długim terminie stwarza ryzyko mocnej presji na marże. W przypadku realizacji naszych założeń niemal zanika dyskonto względem dużych zagranicznych deweloperów mieszkaniowych czy Dom Development dla wskaźnika P/BV, a w odniesieniu do mnożnika P/E Robyg byłby notowany z premią. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się na obniżenie ceny docelowej dla spółki do 2,71 PLN/akcję i zmianę zalecenia z Akumuluj na Redukuj.

Historyczny wskaźnik wyprzedzający P/BV (+1,5Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik brutto na tle kontraktacji



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 2026 roku wynosi blisko 2400 lokali.
- Zakładamy, że Robyg zakontraktuje w '16 nieco ponad 2,8 tys. mieszkań, natomiast w '17 ok. 2,7 tys. lokali. W długim terminie poziom ten będzie oscylował w granicach ok. 2,2-2,4 tys. mieszkań.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2015-17) będzie zbliżać się docelowo do 20%.
- Przyjęliśmy założenie o wypłacie dywidendy w wys. 70% 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 19%, podobnie jak w okresie rezydualnym.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 263,1 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01.01.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki Robyg na poziomie 682,0 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 2,59 PLN.

Model DCF

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	696,6	726,6	794,3	775,3	808,3	826,9	844,3	860,7	876,5	890,4
EBIT [mln PLN]	117,3	103,1	102,7	96,7	101,1	103,0	104,7	106,1	107,4	108,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	22,3	19,6	19,5	18,4	19,2	19,6	19,9	20,2	20,4	20,6
NOPLAT [mln PLN]	95,0	83,5	83,2	78,3	81,9	83,4	84,8	86,0	87,0	87,8
Amortyzacja [mln PLN]	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
CAPEX [mln PLN]	-3,5	-2,9	-3,0	-2,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,6	-2,6	-2,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-58,9	6,1	-45,5	-35,3	-20,3	-10,0	-10,0	-7,7	-8,3	-6,7
FCF [mln PLN]	34,9	89,0	37,0	42,6	61,2	73,2	74,6	78,1	78,7	81,0
DFCF [mln PLN]	32,5	77,4	30,0	32,2	43,0	47,9	45,4	44,2	41,4	39,6
Suma DFCF [mln PLN]	433,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1237,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	605,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1038,5									
Dług netto 2016P [mln PLN]	326,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]	30,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	682,0									
Ilość akcji [tys.]	263,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,59									

Przychody zmiana r/r	46,4%	4,3%	9,3%	-2,4%	4,2%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,6%
EBIT zmiana r/r	8,1%	-12,1%	-0,4%	-5,8%	4,5%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	0,9%
FCF zmiana r/r	-56,6%	155,0%	-58,4%	15,3%	43,5%	19,6%	1,9%	4,8%	0,7%	3,0%
Marża EBITDA	17,2%	14,5%	13,2%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,5%
Marża EBIT	16,8%	14,2%	12,9%	12,5%	12,5%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%
Marża NOPLAT	13,6%	11,5%	10,5%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
CAPEX / Amortyzacja	154,6%	129,3%	128,9%	117,1%	114,7%	110,9%	107,6%	105,5%	103,4%	101,2%
Zmiana KO / Przychody	8,5%	-0,8%	5,7%	4,5%	2,5%	1,2%	1,2%	0,9%	0,9%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	26,7%	-20,3%	67,3%	-186,1%	61,8%	53,6%	57,4%	47,0%	52,6%	48,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
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	60,7%	61,5%	62,7%	63,7%	64,7%	65,8%	66,8%	67,8%	68,7%	69,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	39,3%	38,5%	37,3%	36,3%	35,3%	34,2%	33,2%	32,2%	31,3%	30,4%
WACC	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	2,05	2,26	2,53	2,89	5,29	4,06	5,13	7,05	11,39
	0,8	1,91	2,11	2,35	2,66	3,08	3,67	4,55	6,05	9,10
	0,9	1,79	1,96	2,18	2,46	2,82	3,33	4,07	5,26	7,50
	1,0	1,67	1,83	2,02	2,27	2,59	3,03	3,65	4,62	6,34
	1,1	1,56	1,70	1,88	2,10	2,39	2,77	3,30	4,10	5,44
	1,2	1,46	1,59	1,75	1,95	2,20	2,53	2,99	3,66	4,74
	1,3	1,36	1,48	1,63	1,81	2,03	2,32	2,72	3,29	4,16

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	3,00%	2,19	2,43	2,74	3,14	3,69	4,51	5,84	8,36	14,98
	4,00%	1,91	2,11	2,35	2,66	3,08	3,67	4,55	6,05	9,10
	5,00%	1,67	1,83	2,02	2,27	2,59	3,03	3,65	4,62	6,34
	6,00%	1,46	1,59	1,75	1,95	2,20	2,53	2,99	3,66	4,74
	7,00%	1,27	1,38	1,51	1,67	1,88	2,14	2,48	2,96	3,69
	8,00%	1,11	1,20	1,31	1,44	1,60	1,81	2,08	2,44	2,95
	9,00%	0,96	1,04	1,13	1,24	1,37	1,54	1,75	2,03	2,40

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

	beta									
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	4,41	4,15	3,91	3,69	3,49	3,31	3,13	2,97	2,82
	4,00%	3,84	3,56	3,31	3,08	2,87	2,68	2,51	2,35	2,20
	5,00%	3,37	3,08	2,82	2,59	2,39	2,20	2,03	1,88	1,73
	6,00%	2,97	2,68	2,43	2,20	2,00	1,82	1,66	1,51	1,37
	7,00%	2,64	2,35	2,10	1,88	1,68	1,51	1,35	1,21	1,09
	8,00%	2,35	2,06	1,82	1,60	1,42	1,25	1,10	0,97	0,85
	9,00%	2,10	1,82	1,58	1,37	1,19	1,03	0,89	0,77	0,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-18 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 50%). Ostateczna wycena Robyg metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,98 PLN**.

Wycena porównawcza dla Robyg

	P/E		P/BV	
	2017	2018	2017	2018
Dom Development	9,7	9,8	1,5	1,5
PIK Group	17,9	14,4	3,7	3,0
Pesrimonn	9,1	8,5	1,9	1,7
Taylor Wimpey	9,7	9,0	1,7	1,7
Bovis Homes	9,1	8,3	1,0	1,0
Barratt	8,5	8,0	1,1	1,1
LSR Group	7,3	6,0	1,5	1,3
Mediana	9,1	8,5	1,5	1,5
Robyg	9,2	11,0	1,4	1,4
Premia/dyskonto	1,0%	28,4%	-6,2%	-7,7%
Premia vs Dom Development	-5,5%	11,4%	-6,2%	-7,7%
Wycena wg wskaźnika	3,01	2,37	3,24	3,29
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	2,69		3,27	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena 1 akcji [PLN]	2,98			

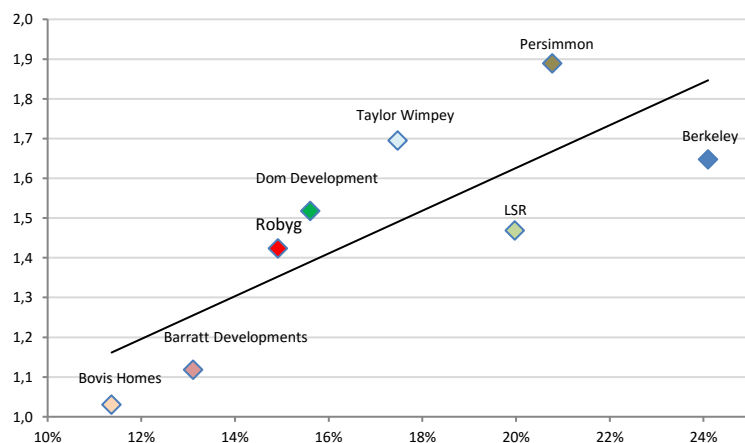
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Robyg na tle krajowych deweloperów

	P/E		P/BV	
	2016	2017	2016	2017
Dom Development	11,6	9,7	1,6	1,5
Ronson	13,4	12,9	0,9	0,9
Marvipol	7,6	9,4	1,2	1,0
Polnord	24,6	13,2	0,4	0,4
Vantage	20,4	16,5	0,6	0,5
LC Corp	12,8	9,3	0,7	0,6
Mediana	13,1	11,3	0,8	0,8
Robyg	8,8	9,2	1,5	1,4
Premia/dyskonto	-32,4%	-18,9%	84,7%	81,4%

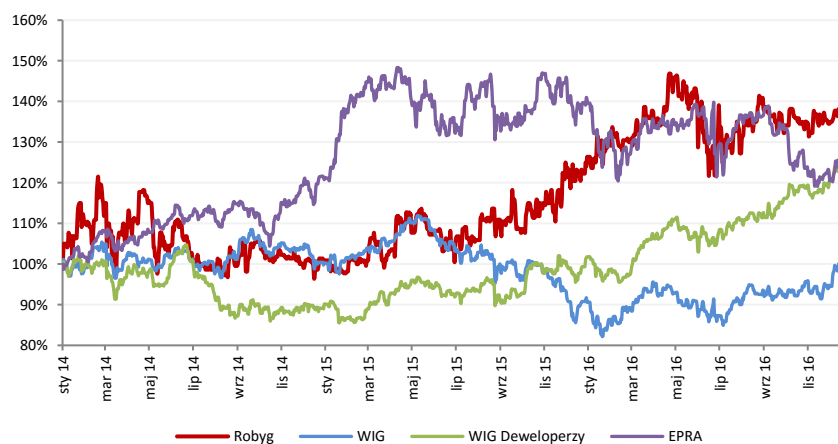
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wskaźniki ROE i P/BV dla Robyg – prognoza na rok 2017



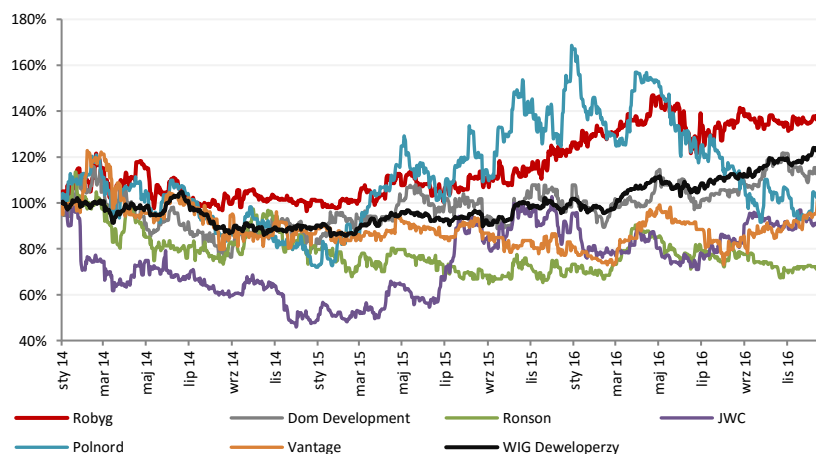
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg, spółki

Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



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.

Na przestrzeni kilkunastu ostatnich miesięcy, akcje Robygu były jedną z lepszych propozycji wśród deweloperów.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ 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.

▪ 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 4Q'16 został utrzymany na poziomie 5,1 tys. PLN. Zwracamy uwagę, że program kończy swoje funkcjonowanie w '18 i ma on być zastąpiony kolejnym rządowym programem, czyli „Mieszkanie +”. Program ma być skierowany przede wszystkim dla rodzin, których nie stać na wynajem mieszkania na rynku komercyjnym (w tym osoby, które nie mogą otrzymać kredytu hipotecznego; stawki najmu w przedziale 10-20 PLN/mkw.) lub nie mogą dostać mieszkania komunalnego. Według planów rządu program ma zacząć działać w 2H'17, a inwestycje mieszkaniowe mają ruszyć w '18.

▪ 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.

▪ 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.

WYNIKI ZA 3Q'2016

W 3Q'16 Robyg zaprezentował lepsze oczyszczone wyniki w ujęciu r/r. Co prawda przychody zmniejszyły się o 46% względem 3Q'15 (spadek z 194,3 mln PLN), jednak jest to efekt znacznie większego udziału przekazanych inwestycji realizowanych w formule JV. Na projektach własnych spółka wygenerowała marżę brutto ze sprzedaży rzędu 25,5% (+10 p.p. r/r). Zyski z joint venture zwiększyły się do 9,5 mln PLN (z 3,3 mln PLN w 3Q'15), co tym samym przełożyło się na wzrost EBITDA o 11% do 23,8 mln PLN. Na poziomie zysku netto spółka osiągnęła 18,5 mln PLN (po oczyszczeniu wyników daje to +9% r/r). Deweloper sprzedał notarialnie 475 lokali, z czego najwięcej przekazano w projektach Osiedle Królewskie i Królewski Park (łącznie 30% całkowitego wolumenu), Modern Żoliborz Residence (20%), Park Wola Residence (10%) oraz Osiedle Młody Wilanów (5%).

Pozytywnie zaprezentowała się również kontraktacja Robygu. Pomimo wysokiej bazy z 3Q'15, spółce udało się znaleźć 736 nabywców na swoje lokale, co implikuje wzrost o ponad 15% r/r. Od początku roku deweloper przed sprzedaż już 2111 mieszkań, co w naszej opinii pozwoli na realizację prognozy zarządu na '16 (ok. 2,8 tys. lokali). W okresie 1-3Q'16 największy udział w kontraktacji miały projekty na warszawskim Wilanowie (ok.21%) oraz w Gdańsku w dzielnicach Piecki-Migowo i Jasień. Cały czas swój udział zwiększają inwestycje realizowane w Gdańsku, które w '16 odpowiadały za 50% całkowitego wolumenu zakontraktowanych lokali. Na koniec 3Q'16 w ofercie znajdowało się ponad 1,9 tys. mieszkań, z czego jedynie 5% było już ukończone. Grupa kontynuuje również proces rozbudowy banku ziemi. Do września deweloper wydał ponad 154 mln PLN, z czego 53 mln PLN przypada na Gdańsk (działki w dzielnicy Letnica, docelowo ma tam powstać 2,5 tys. lokali).

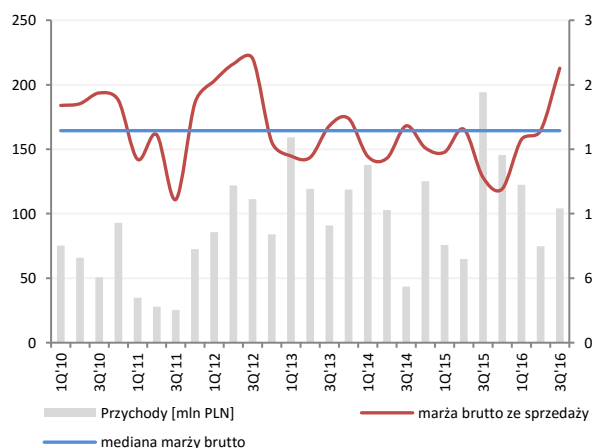
Względem 2Q'16 stabilna pozostała pozycja gotówkowa spółki. Na koniec września Robyg posiadał blisko 340 mln PLN gotówki. Zwracamy uwagę, że implikuje to wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0,9x. Jest to zbliżony pułap względem minionego kwartału, warto jednak zauważyć, że względem minionego roku, wartości te są znacznie wyższe (w 3Q'15 DN/BV oscylował w okolicy 0,4x). Tak istotne wzrosty są przede wszystkim efektem rozbudowy banku ziemi, którą prowadzi deweloper w '16.

Wyniki Robyg w 3Q'16 [mln PLN]*

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	194,3	104,2	-46,4%	459,9	447,1	-2,8%
Wynik brutto	29,9	26,6	-11,0%	78,9	85,3	8,2%
Udział w wyniku JV	3,3	9,5	185,5%	29,0	53,4	84,0%
EBIT	21,0	23,2	10,8%	56,4	87,1	54,5%
EBITDA	21,4	23,8	11,2%	58,0	89,3	53,9%
Wynik netto**	46,9	18,5	-60,4%	87,1	70,3	-19,3%
Marża brutto	15,4%	25,5%		17,1%	19,1%	
Marża EBITDA	11,0%	22,9%		12,3%	19,5%	
Marża EBIT	10,8%	22,3%		12,6%	20,0%	
Marża netto	24,1%	17,8%		18,9%	15,7%	

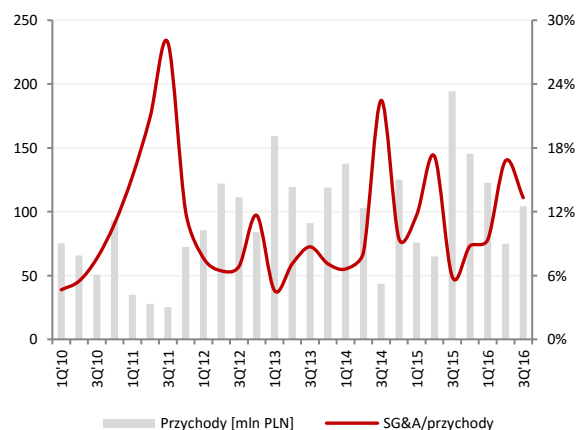
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *wyniki spółki wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej; ** w 3Q'15 Robyg rozpoznał ok. 30 mln PLN korzyści podatkowych

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



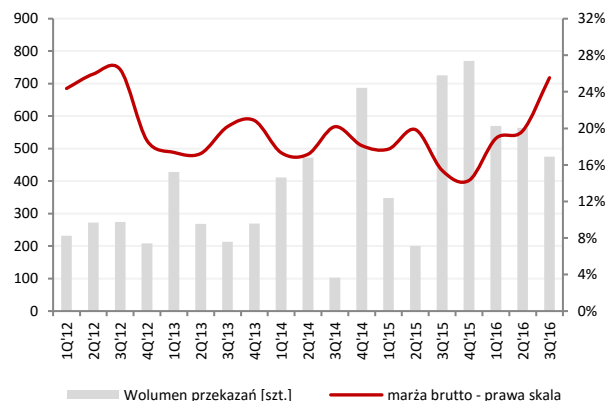
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



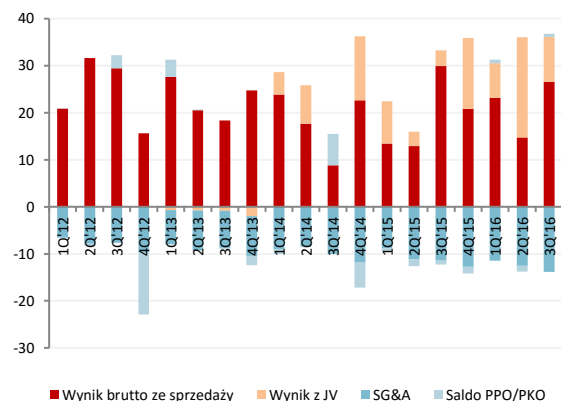
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto i wolumen przekazani



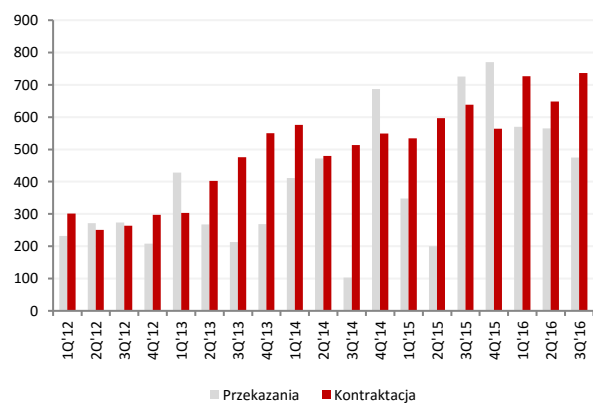
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dekompozycja EBIT



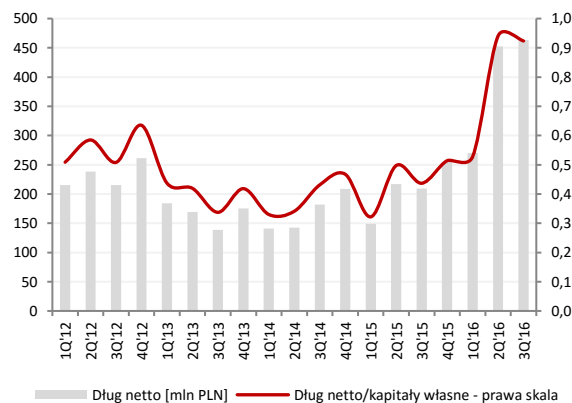
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja na tle przekazani (ujęcie kwartalne)



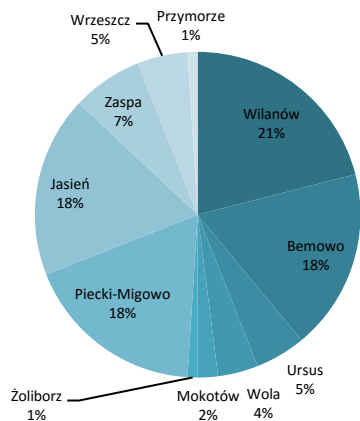
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto na tle kapitałów własnych



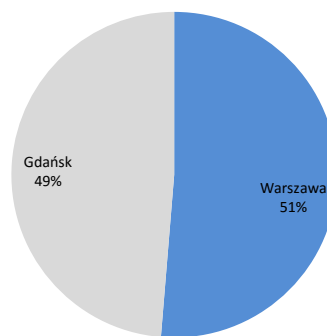
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg projektów w 1-3Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontrakcja w poszczególnych miastach w 1-3Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Po udanym okresie 1-3Q'16, zakładamy że kontynuację tego trendu będzie stanowił też 4Q'16. Spodziewamy się, że zgodnie z zapowiedziami zarządu, deweloper przekaze klientom blisko 1,0 tys. lokali (historyczny rekord) oraz zakontraktuje niemal 710 mieszkań. Tym samym powinno to umożliwić wypracowanie 174,1 mln PLN przychodów oraz realizację 22,1% marży brutto. W ramach inwestycji prowadzonych w formule jv estymujemy 18,0 mln PLN zysku, dzięki czemu EBITDA grupy powinna podnieść się do 43,7 mln PLN (niemal dwukrotnie więcej niż przed rokiem), natomiast wynik netto może wynieść 36,6 mln PLN. Podsumowując '16, spodziewamy się obrotów rzędu 475,7 mln PLN, wzrostu EBITDA do 110,8 mln PLN i 90,4 mln PLN zysku netto. W mijającym roku Robyg powinien znaleźć nabywców na >2,8 tys. lokali i oddać do użytku 2,6 tys. mieszkań.

Wysoka kontraktacja zrealizowana w '16 będzie miała wpływ na dalszą poprawę wyników finansowych w '17. Szacujemy, że spółka przekaze 2,6-2,7 tys. lokali w ujęciu całorocznym, ale zwracamy uwagę, że z harmonogramu przekazania można oczekiwać, że gros sprzedaży notarialnej przypadnie ponownie na 2H'17 (słabsze wynikowo 1H'17). Estymujemy, że deweloper wygeneruje niemal 700 mln PLN przychodów i niecałe 120 mln PLN EBITDA (jedynie +8% r/r). Zysk netto powinien oscylować w okolicy 87 mln PLN. Ostrożniej podchodzimy do kontraktacji w przyszłym roku. Pomimo rozbudowy banku ziemi, należy mieć na względzie, że baza przedsprzedaży z '16 jest bardzo wysoka i naszym zdaniem ciężko oczekiwać, że w kolejnych kwartałach będzie ona poprawiona (a jeśli już to z pewnością nie będą to duże wzrosty). W naszym modelu przyjmujemy, że w '17 Robyg znajdzie nabywców na 2,7 tys. mieszkań, co w połączeniu z rosnącym udziałem rynku gdańskiego w strukturze przekazania (i niższymi marżami, które są realizowane w tym mieście) w perspektywie '18 skutkowałoby spadkiem wyników grupy.

W kolejnych latach oczekujemy utrzymania poziomu kontraktacji i przekazania w przedziale 2300-2400 lokali, przy docelowej rentowności brutto projektów na poziomie ok. 20-21%. Spodziewamy się także, że Robyg w okresie 2017-19 będzie wypłacał 70-80% wypracowanego zysku netto. Należy się również liczyć z dalszą rozbudową banku ziemi. Zarząd grupy sugerował m.in. zwiększenie bazy gruntów we Wrocławiu, który ma być docelowo kolejnym rynkiem działalności spółki (nieudane okazały się plany fuzji/przejęcia jednego z lokalnych graczy). Patrząc jednak na rozdrobnienie i specyfikę tamtejszego rynku mieszkaniowego oraz niedawne niepowodzenia Dom Development w tym mieście, to do wpływu na wyniki Robygu podchodzimy z dużą ostrożnością.

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne) – ujęcie metodą praw własności

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	75,7	64,9	194,3	145,5	122,6	74,9	104,2	174,1	106,2	103,5	177,4	309,6	409,3	480,4	475,7	696,6	726,6
Wynik brutto ze sprzedaży	13,4	12,9	29,9	20,8	23,2	14,8	26,6	38,4	21,1	22,2	42,9	69,5	73,0	77,0	102,9	155,7	158,6
Udział w zysku wspólnych przedsięwzięć	9,0	3,1	3,3	15,1	7,4	21,3	9,5	18,0	8,3	3,6	2,7	3,1	26,4	30,6	56,2	17,7	3,5
EBITDA	13,4	3,8	21,4	22,2	20,5	22,8	23,8	43,7	17,5	12,4	32,1	57,6	61,8	60,8	110,8	119,6	105,4
EBIT	13,0	3,3	21,0	21,7	19,8	22,3	23,2	43,2	16,9	11,9	31,5	57,0	60,5	59,0	108,5	117,3	103,1
Wynik netto	17,0	1,1	46,9	16,5	13,8	21,4	18,5	36,6	13,3	8,8	23,2	41,8	46,5	81,6	90,4	87,1	73,0
Marża brutto ze sprzedaży	17,7%	19,9%	15,4%	14,3%	18,9%	19,7%	25,5%	22,1%	19,9%	21,4%	24,2%	22,4%	17,8%	16,0%	21,6%	22,4%	21,8%
Marża EBITDA	17,7%	5,9%	11,0%	15,3%	16,7%	30,5%	22,9%	25,1%	16,5%	12,0%	18,1%	18,6%	15,1%	12,7%	23,3%	17,2%	14,5%
Marża EBIT	17,2%	5,1%	10,8%	14,9%	16,2%	29,8%	22,3%	24,8%	15,9%	11,5%	17,8%	18,4%	14,8%	12,3%	22,8%	16,8%	14,2%
Marża netto	22,5%	1,7%	24,1%	11,4%	11,2%	28,6%	17,8%	21,0%	12,5%	8,5%	13,1%	13,5%	11,4%	17,0%	19,0%	12,5%	10,0%
Lokale sprzedane	534	597	638	564	727	648	736	707	697	681	677	656	2118	2333	2818	2712	2579
Lokale przekazane	350	202	724	772	569	564	475	976	542	437	591	1 072	1638	2048	2584	2642	2444

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2016-17

Projekt	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Królewski Park	22,4	14,2	6,4	4,7	2,8
Park Wola Residence	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Albatross Towers	29,6	12,3	3,8	0,0	0,0
Słoneczna Morena	38,5	16,8	6,6	6,4	6,9
Osiedle Kameralne	0,0	0,0	0,0	5,1	12,7
Lawendowe Wzgórza	12,5	12,7	20,9	12,5	48,2
Young City	49,5	21,4	9,3	3,1	0,0
Os. Kameralne II	24,4	14,6	8,1	24,4	15,9
Młody Wilanów	1,0	21,1	17,9	8,1	1,6
Modern Żoliborz Residence	4,3	2,6	0,0	0,0	0,0
Green Mokotów Residence	0,0	6,2	20,8	45,8	36,6
MoreNova	0,0	0,0	0,0	15,3	35,7
Stacja Nowy Ursus	0,0	0,0	3,3	17,9	63,4
Mila Baltica	41,1	9,0	8,8	19,5	15,6
Villa Mobile	0,0	0,0	12,6	23,4	60,8
Zajezdnia Wrzeszcz	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4

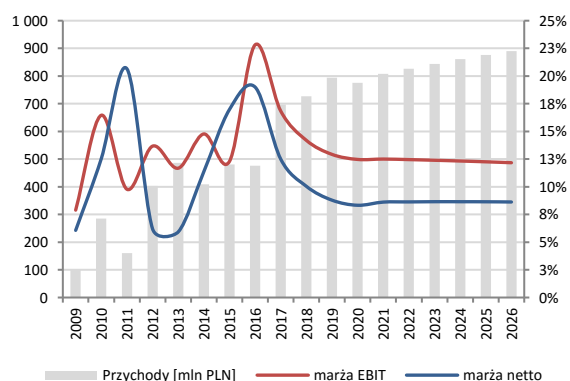
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przekazania wg projektów w rozbiu kwartalnym w latach 2016-17

Projekt	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Królewski Park	120	76	34	25	15
Park Wola Residence	20	0	0	0	0
Albatross Towers	108	45	14	0	0
Słoneczna Morena	151	66	26	25	27
Osiedle Kameralne	0	0	0	30	75
Lawendowe Wzgórza	61	62	102	61	235
Young City	323	139	61	20	0
Os. Kameralne II	75	45	25	75	49
Młody Wilanów	3	65	55	25	5
Modern Żoliborz Residence	10	6	0	0	0
Green Mokotów Residence	0	15	50	110	88
MoreNova	0	0	0	45	105
Stacja Nowy Ursus	0	0	10	55	195
Mila Baltica	105	23	25	55	44
Villa Mobile	0	0	35	65	169
Zajezdnia Wrzeszcz	0	0	0	0	65

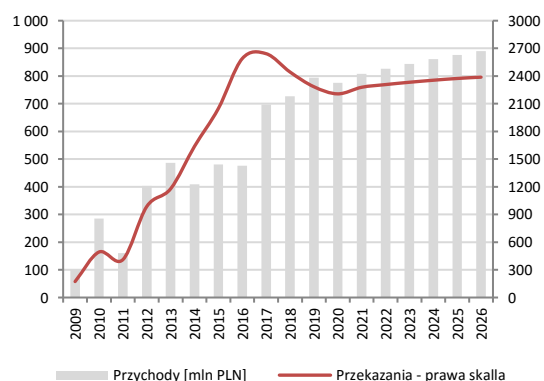
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża EBIT i netto



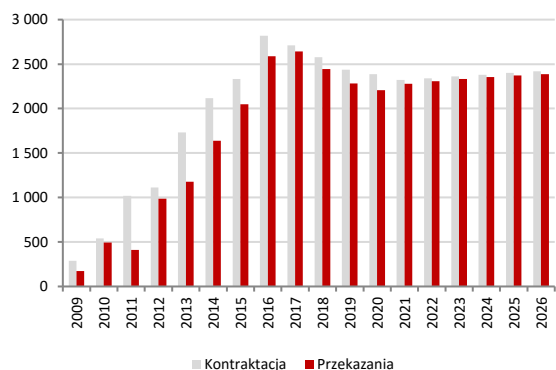
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania



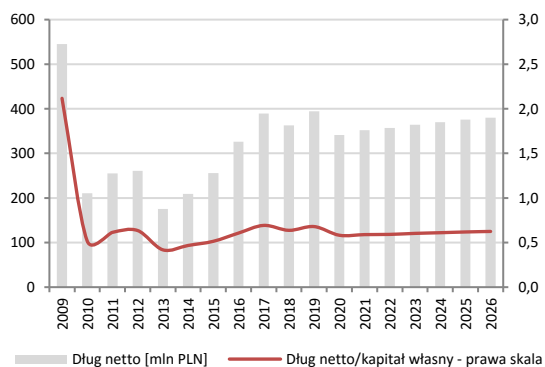
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontraktacja vs przekazania lokali



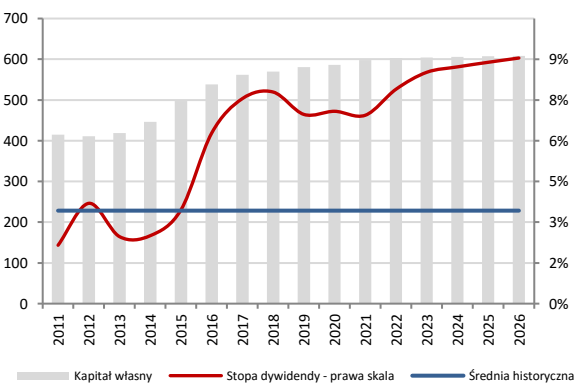
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto



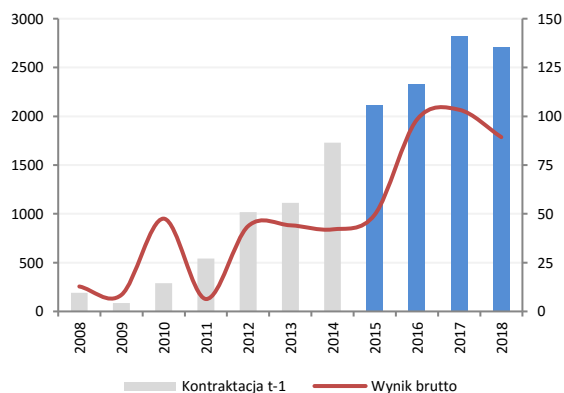
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 przekazów, udział projektów w formie jv oraz rentowność brutto niektórych projektów (szczególnie w przypadku lat 2017-18). Według naszych obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '16 wyniosą 475,7 mln PLN, a EBITDA będzie wynosić 110,8 mln PLN. Na poziomie netto deweloper powinien wypracować 90,4 mln PLN zaraportowanego zysku (+2% względem majowego raportu). W '17 szacujemy, że deweloper wypracuje 696,6 mln PLN przychodów, 119,6 mln PLN EBITDA i 87,1 mln PLN zysku netto. Słabiej niż w poprzedniej rekomendacji oceniamy także perspektywę Robyga w '18 (wyhamowanie rynku mieszkaniowego).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z maja '16 (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	538,8	475,7	-11,7%	690,8	696,6	0,8%	716,1	726,6	1,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	112,9	102,9	-8,8%	158,6	155,7	-1,8%	160,8	158,6	-1,4%
EBITDA	114,4	110,8	-3,1%	132,3	119,6	-9,6%	122,2	105,4	-13,8%
EBIT	112,5	108,5	-3,5%	130,3	117,3	-10,0%	120,2	103,1	-14,2%
Wynik netto	88,6	90,4	2,0%	100,5	87,1	-13,4%	92,1	73,0	-20,7%
marża brutto	21,0%	21,6%		23,0%	22,4%		22,5%	21,8%	
marża EBITDA	21,2%	23,3%		19,2%	17,2%		17,1%	14,5%	
marża EBIT	20,9%	22,8%		18,9%	16,8%		16,8%	14,2%	
marża netto	16,4%	19,0%		14,5%	12,5%		12,9%	10,0%	

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	475,7	597,9	-20,4%	696,6	698,9	-0,3%	726,6	745,1	-2,5%
EBITDA	110,8	116,3	-4,7%	119,6	135,3	-11,6%	105,4	133,8	-21,3%
EBIT	108,5	109,6	-1,0%	117,3	129,5	-9,4%	103,1	122,4	-15,8%
Wynik netto	90,4	93,6	-3,5%	87,1	96,5	-9,7%	73,0	109,4	-33,3%
Dług netto	326,3	299,8	8,8%	389,1	288,2	35,0%	362,8	249,7	45,3%

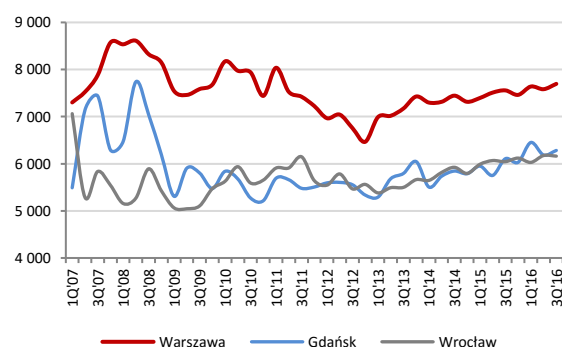
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych REAS liczba mieszkań sprzedanych w 3Q'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 51,0 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. Po 3Q'16 teoretyczny czas wyprzedaży całej oferty wynosił 3,5x, co jest najniższym poziomem od 2007 roku. Analitycy REAS w swoich raportach wskazują również na wpływ programu MdM na rynek oraz zbliżającymi się dużymi krokami program „Mieszkanie +”.

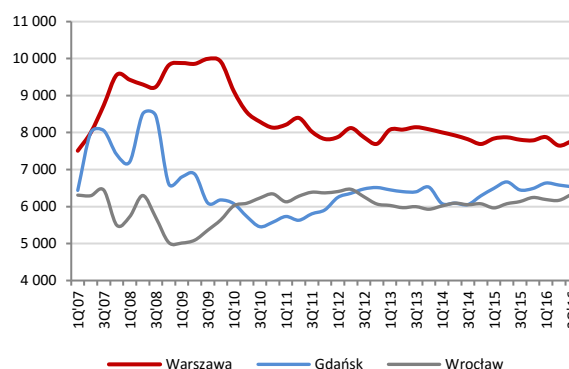
Zdaniem NBP od kilku miesięcy zauważalna jest stabilizacja cen ofertowych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. W większości miast ceny transakcyjne nie uległy dużym zmian w 3Q'16 (zarówno q/q, jak i r/r). W Warszawie spadek wyniósł 1,5% q/q (+1,8% r/r), a średnia cena transakcyjna jest bliska 7,7 tys. PLN.

Kształtowanie średnich cen transakcyjnych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

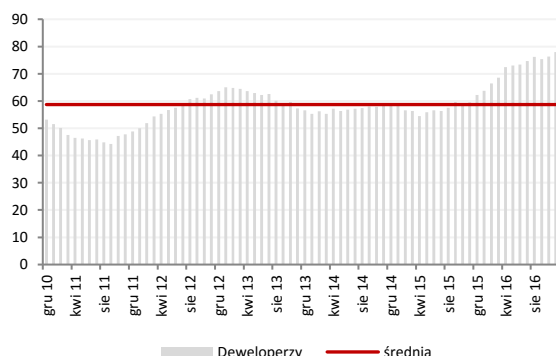
Kształtowanie średnich cen ofertowych mieszkań na terenie działania Robygu



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

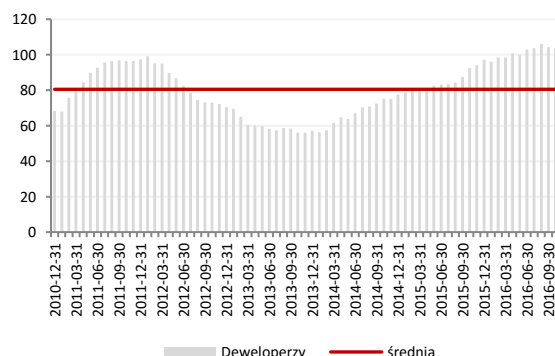
W ostatnich miesiącach zauważalne jest spowolnienie liczby rozpoczynanych budów, co w znacznej mierze jest pokłosiem wysokiej bazy. Sytuacja na rynku jest coraz bardziej zrównoważona, tj. wolumen przekazywanych mieszkań jest bliski nowozaczącym inwestycjom. Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy 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

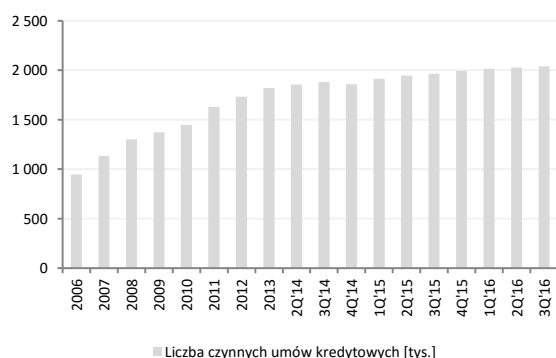
Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]



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

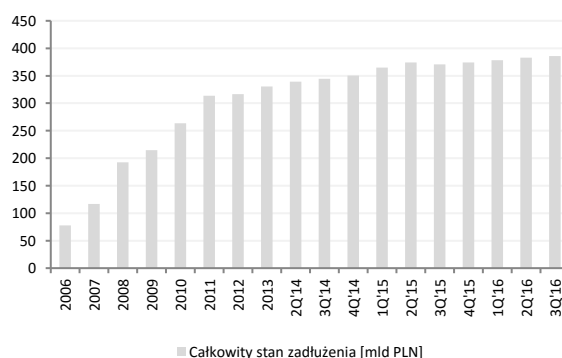
Na rynek bardzo mocno oddziałuje kilka czynników: tempo wzrostu gospodarczego, rządowy program Mdm oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe i regulacje (ustawa deweloperska i rekomendacja dot. wkładu własnego). Zdaniem części deweloperów koniunktura na polskim rynku mieszkaniowym poprawia się od 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 wzmagają także przekonanie, że oferta zaczyna się kurczyć, a ceny rosną. Według danych ZBP w 3Q'16 stopy procentowe nowych złotych kredytów mieszkaniowych utrzymały się na poziomach, z którymi mieliśmy do czynienia w poprzednich miesiącach (przeciętne oprocentowanie wynosi 3,8%, a marża ok. 2,1%; ostatnia mocniejsza podwyżka miała miejsce w styczniu'16). Zdaniem władz banku centralnego wraz z wolno rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania.

Liczba czynnych umów o kredyt mieszkaniowy



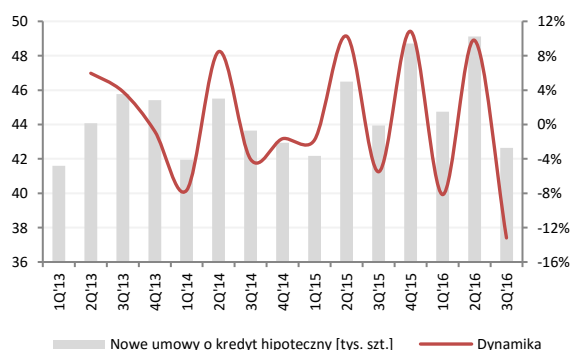
Źródło: ZBP

Całkowity stan zadłużenia z tyt. kredytów mieszkaniowych



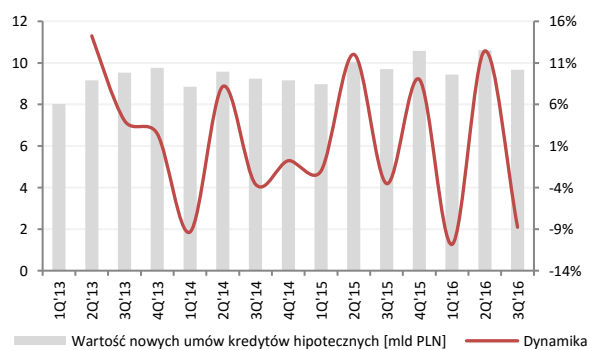
Źródło: ZBP, NBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny



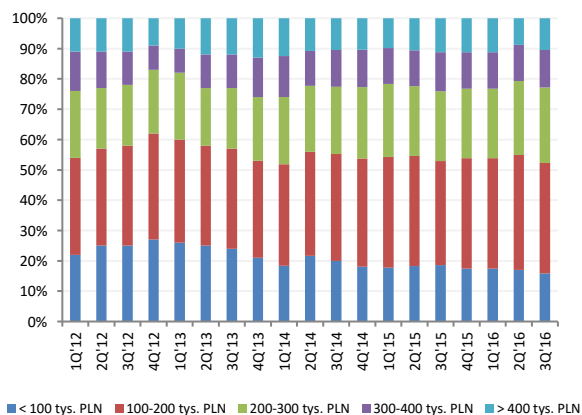
Źródło: ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny



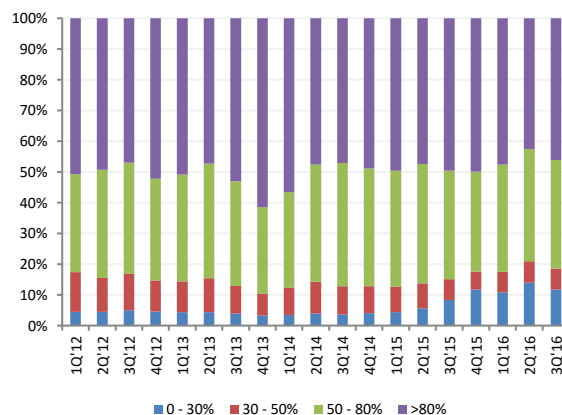
Źródło: ZBP

Struktura wartościowa nowych kredytów



Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



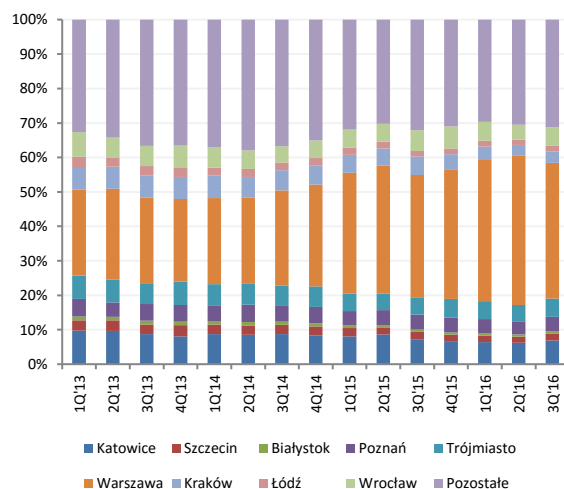
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



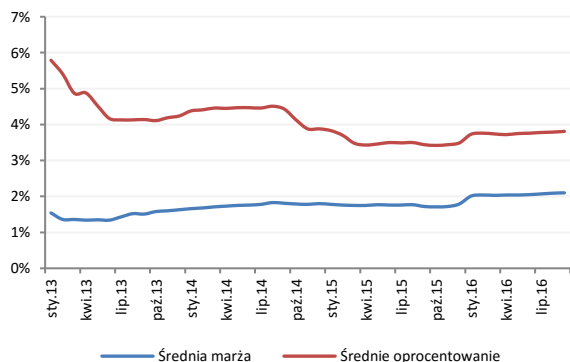
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura geograficzna



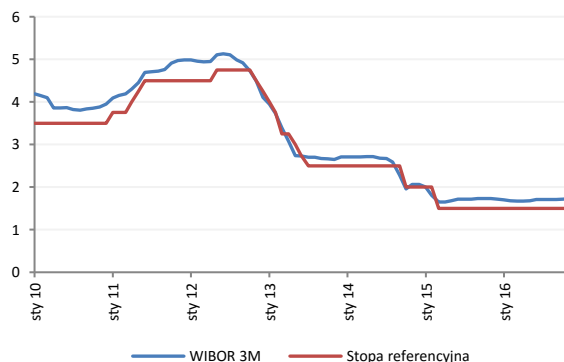
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego



Źródło: AMRON, ZBP

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

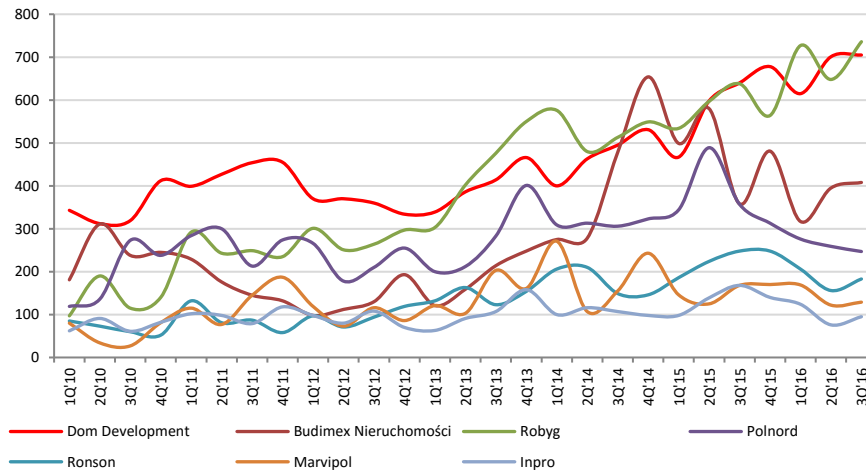
Korzystne otoczenie makro wyraźnie przekłada się na realizowaną sprzedaż mieszkań. Łączny wolumen zakontraktowanych lokali przez 11 głównych deweloperów mieszkaniowych w 3Q'16 wyniósł ponad 4,2 tys. lokali, co implikuje wzrost o ponad 5% r/r. Najlepiej poradziły sobie Vantage (które odnotowało jednorazową transakcję z FMnW); +54% r/r oraz Atal, który znalazł 576 nabywców na swoje mieszkania (niemal +44% r/r). Dosyć dobrze poradzi sobie liderzy branży. Pomimo wysokiej bazy z ubiegłego roku Robyg zakontraktował 736 lokali, co implikuje dynamikę na poziomie 15% r/r, natomiast Dom Development zwiększył sprzedaż do 705 mieszkań (+10% r/r). Na tle całego rynku najslabiej zaprezentowały się Inpro (-44% r/r), Polnord (-31% r/r) oraz Ronson (-26% r/r).

Wyniki sprzedażowe deweloperów w 3Q'16

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	zmiana 3Q'16/3Q'15
Dom Development	400	463	495	531	467	598	640	678	615	701	705	10,2%
Budimex Nieruchomości	275	278	478	654	499	580	358	481	317	395	408	14,0%
Robyg	576	480	513	549	534	597	638	564	727	648	736	15,4%
Polnord	309	313	306	323	344	489	357	313	276	259	247	-30,8%
JWC (brutto)	248	248	311	272	373	352	466	378	343	390	438	-6,0%
Ronson	206	210	149	146	186	224	248	248	206	156	183	-26,2%
Marvipol	271	107	155	243	146	125	168	170	169	122	129	-23,2%
Atal	317	253	216	307	315	491	399	485	509	677	576	44,4%
Inpro	100	116	107	98	98	139	168	140	124	76	95	-43,5%
Vantage	54	43	51	107	92	242	112	163	250	180	172	53,6%
LC Corp	353	265	257	345	480	346	503	743	461	430	550	9,3%
RAZEM	3 109	2 776	3 038	3 575	3 534	4 183	4 057	4 363	3 997	4 034	4 239	4,5%

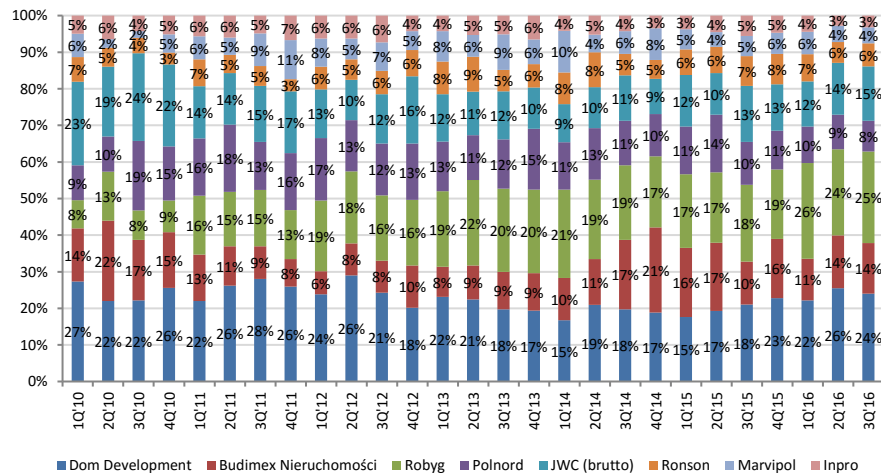
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Kwartalna sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych



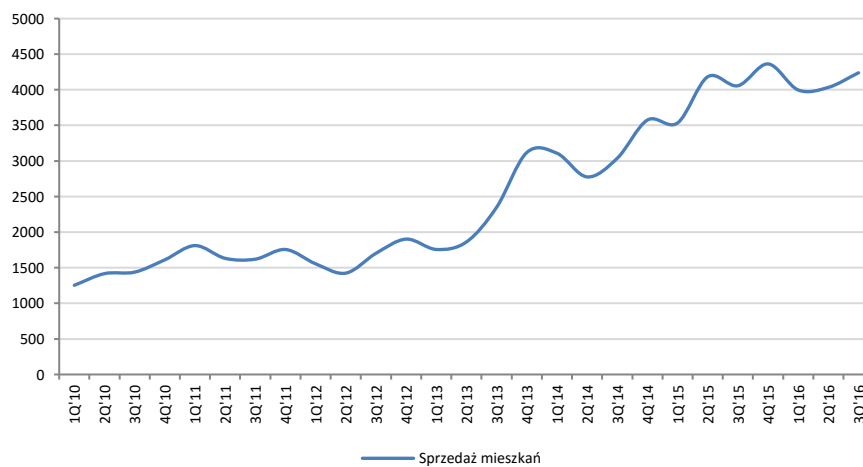
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	383,4	306,0	373,8	417,1	436,0	437,7	436,0	358,3	356,3	354,1	351,9	349,6	347,2	344,8
Rzeczowe aktywa trwałe	8,2	22,1	27,9	21,9	23,1	23,7	24,3	24,7	25,1	25,3	25,5	25,6	25,7	25,7
Wartości niematerialne i prawne	22,1	22,1	22,1	22,7	22,7	22,7	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
Nieruchomości inwestycyjne	104,5	121,6	67,0	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1	126,1
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	87,9	52,8	50,1	54,4	72,1	75,6	75,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	160,7	87,5	206,8	192,0	192,0	189,6	187,2	184,8	182,3	179,9	177,5	175,0	172,6	170,2
Aktywa obrotowe	697,0	835,2	1104,8	1242,0	1278,8	1253,5	1244,0	1306,3	1294,6	1289,0	1278,9	1268,9	1259,4	1250,1
Zapasy	441,2	522,6	594,7	751,4	832,2	802,8	841,8	869,8	890,0	906,3	921,7	934,3	947,3	958,2
Należności z tyt. dostaw i usług	36,7	64,0	120,5	78,0	96,8	98,8	105,6	109,0	110,0	113,6	116,1	118,4	120,6	122,7
Pozostałe aktywa obrotowe	11,0	62,8	41,8	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	208,1	185,8	347,8	348,4	285,6	287,6	232,3	263,3	230,4	204,9	176,9	152,0	127,3	104,9
Aktywa razem	1080,4	1141,2	1478,6	1659,1	1714,8	1691,2	1679,9	1664,7	1650,9	1643,1	1630,8	1618,5	1606,6	1594,9
Kapitał (fundusz) własny	453,2	476,8	524,2	559,8	583,6	591,3	602,7	608,0	619,5	624,7	626,4	627,8	629,1	630,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	298,1	339,5	498,3	713,1	713,1	688,8	665,4	642,8	621,1	600,1	579,9	560,4	541,6	523,5
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	258,8	311,6	469,8	674,7	674,7	650,4	627,0	604,4	582,6	561,7	541,4	522,0	503,2	485,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	39,3	27,9	28,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	329,1	324,9	456,2	386,2	418,1	411,1	411,8	413,9	410,3	418,3	424,5	430,3	436,0	441,3
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	45,2	75,8	109,0	118,9	174,2	177,9	190,1	196,2	197,9	204,4	208,9	213,1	217,2	220,9
Oprocentowane kredyty, obligacje i pożyczki	124,3	83,0	133,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaliczki otrzymane od klientów	143,9	139,5	191,4	241,8	218,5	207,7	196,2	192,2	186,9	188,5	190,2	191,7	193,3	195,0
Rezerwy	11,2	17,3	9,1	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	4,5	9,3	13,3	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
Pasywa razem	1080,4	1141,2	1478,6	1659,1	1714,8	1691,2	1679,9	1664,7	1650,9	1643,1	1630,8	1618,5	1606,6	1594,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	485,9	409,3	480,4	475,7	696,6	726,6	794,3	775,3	808,3	826,9	844,3	860,7	876,5	890,4
Koszty produktów, towarów i materiałów	395,4	336,3	403,4	372,8	540,9	568,1	629,3	617,0	643,3	658,3	672,4	685,6	698,3	709,7
Zysk brutto ze sprzedaży	90,5	73,0	77,0	102,9	155,7	158,6	165,0	158,3	164,9	168,5	171,9	175,1	178,1	180,8
Udział w zysku JV	0,0	26,4	30,6	56,2	17,7	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	14,3	13,8	16,3	20,7	22,5	23,4	25,6	25,0	26,1	26,7	27,2	27,8	28,3	28,7
Koszty zarządu	20,9	25,4	28,0	29,8	32,8	33,8	34,8	34,8	35,8	36,9	38,0	39,2	40,3	41,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,4	2,8	-4,2	-0,1	-0,9	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
EBITDA	57,8	61,8	60,8	110,8	119,6	105,4	105,0	99,1	103,5	105,4	107,1	108,6	109,9	110,9
EBIT	56,7	60,5	59,0	108,5	117,3	103,1	102,7	96,7	101,1	103,0	104,7	106,1	107,4	108,4
Saldo działalności finansowej	-12,6	-8,4	-9,5	-10,2	-14,0	-13,8	-16,5	-16,9	-15,1	-14,8	-14,5	-14,2	-13,9	-13,6
Zysk (strata) brutto	44,1	52,0	49,6	98,3	103,3	89,3	86,2	79,7	86,0	88,1	90,2	91,9	93,6	94,8
Zysk (strata) netto	28,8	46,5	81,6	90,4	87,1	73,0	69,8	64,6	69,6	71,4	73,1	74,5	75,8	76,8
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	183,9	26,9	62,0	94,2	17,9	108,3	46,0	57,1	64,9	79,2	80,7	84,4	85,0	87,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-17,1	-10,1	-14,6	-42,9	-3,5	-2,9	-3,0	72,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,6	-2,6	-2,6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-77,9	-26,8	115,1	-50,3	-77,2	-103,4	-98,3	-98,9	-95,0	-102,0	-106,1	-106,7	-107,1	-107,5
Przepływy pieniężne netto	88,9	-10,0	162,5	1,0	-62,8	2,0	-55,3	31,0	-32,9	-25,5	-28,0	-25,0	-24,7	-22,4
Środki pieniężne na początek okresu	124,7	193,9	183,9	347,8	348,4	285,6	287,6	232,3	263,3	230,4	204,9	176,9	152,0	127,3
Środki pieniężne na koniec okresu	213,6	183,9	346,5	348,4	285,6	287,6	232,3	263,3	230,4	204,9	176,9	152,0	127,3	104,9

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

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	20,6%	-15,8%	17,4%	-1,0%	46,4%	4,3%	9,3%	-2,4%	4,2%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,6%
EBITDA zmiana r/r	2,7%	6,9%	-1,7%	82,3%	7,9%	-11,9%	-0,3%	-5,7%	4,5%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	0,9%
EBIT zmiana r/r	3,0%	6,6%	-2,3%	83,8%	8,1%	-12,1%	-0,4%	-5,8%	4,5%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	15,1%	61,8%	75,3%	10,8%	-3,7%	-16,2%	-4,3%	-7,5%	7,8%	2,5%	2,3%	1,9%	1,8%	1,4%
Marża brutto na sprzedaży	18,6%	17,8%	16,0%	21,6%	22,4%	21,8%	20,8%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,3%	20,3%	20,3%
Marża EBITDA	11,9%	15,1%	12,7%	23,3%	17,2%	14,5%	13,2%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,5%
Marża EBIT	11,7%	14,8%	12,3%	22,8%	16,8%	14,2%	12,9%	12,5%	12,5%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%
Marża brutto	9,1%	12,7%	10,3%	20,7%	14,8%	12,3%	10,9%	10,3%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Marża netto	5,9%	11,4%	17,0%	19,0%	12,5%	10,0%	8,8%	8,3%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%
ROE	6,3%	9,8%	15,6%	16,1%	14,9%	12,3%	11,6%	10,6%	11,2%	11,4%	11,7%	11,9%	12,0%	12,2%
ROA	2,7%	4,1%	5,5%	5,4%	5,1%	4,3%	4,2%	3,9%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
Dług	383,2	394,6	603,3	674,7	674,7	650,4	627,0	604,4	582,6	561,7	541,4	522,0	503,2	485,0
D/(D+E)	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
D/E	5,5x	4,8x	-7,6x	-5,9x	-7,4x	-11,0x	-25,9x	169,2x	15,8x	8,9x	6,4x	4,9x	4,0x	3,3x
Odsetki / EBIT	0,4x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x
Dług / Kapitał własny	0,8x	0,8x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
Dług netto	169,6	210,7	256,8	326,3	389,1	362,8	394,7	341,1	352,2	356,7	364,5	370,0	375,9	380,2
Dług netto / Kapitał własny	0,4x	0,4x	0,5x	0,6x	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Dług netto / EBITDA	2,9x	3,4x	4,2x	2,9x	3,3x	3,4x	3,8x	3,4x	3,4x	3,4x	3,4x	3,4x	3,4x	3,4x
Dług netto / EBIT	3,0x	3,5x	4,3x	3,0x	3,3x	3,5x	3,8x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x
EV	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8	799,8
Dług / EV	47,9%	49,3%	75,4%	84,4%	84,4%	81,3%	78,4%	75,6%	72,8%	70,2%	67,7%	65,3%	62,9%	60,6%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,6%	1,0%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
CAPEX / Amortyzacja	136,7%	239,6%	324,5%	96,0%	154,6%	129,3%	128,9%	117,1%	114,7%	110,9%	107,6%	105,5%	103,4%	101,2%
Amortyzacja / Przychody	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Przychody	39,9%	1,3%	-19,7%	-1,1%	-7,6%	0,8%	-5,7%	-4,5%	-2,5%	-1,2%	-1,2%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	233,5%	15,9%	-194,1%	-9,2%	-57,0%	-12,3%	-67,3%	186,1%	-61,8%	-53,6%	-57,4%	-47,0%	-52,6%	-48,1%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	1,6	1,5	1,4	1,7	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E	27,8	17,2	17,8	8,8	9,2	11,0	11,5	12,4	11,5	11,2	10,9	10,7	10,6	10,4
P/BV	1,91	1,79	1,61	1,49	1,42	1,40	1,38	1,36	1,34	1,33	1,32	1,32	1,32	1,31
P/CE	3,4	3,4	1,9	1,8	2,1	2,2	2,6	2,4	2,7	2,9	3,2	3,5	3,9	4,4
EV/EBITDA	16,9	16,3	17,4	10,2	9,9	11,0	11,4	11,5	11,1	11,0	10,9	10,8	10,7	10,6
EV/EBIT	17,2	16,7	17,9	10,4	10,1	11,3	11,6	11,8	11,4	11,2	11,1	11,0	10,9	10,9
EV/S	2,0	1,9	1,8	2,4	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
BVPS	1,59	1,70	1,89	2,04	2,14	2,16	2,21	2,23	2,27	2,29	2,30	2,30	2,31	2,31
EPS	0,11	0,18	0,17	0,34	0,33	0,28	0,27	0,25	0,26	0,27	0,28	0,28	0,29	0,29
CEPS	0,90	0,88	1,63	1,67	1,42	1,37	1,15	1,25	1,14	1,05	0,95	0,86	0,77	0,69
DPS	0,08	0,08	0,11	0,20	0,24	0,25	0,22	0,23	0,22	0,25	0,27	0,28	0,28	0,29
Dyield	2,6%	2,6%	3,6%	6,6%	7,9%	8,2%	7,3%	7,4%	7,3%	8,3%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 3,04 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/rozrywka, handel stala

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	Godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	2,71	Akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19 CEST	3,04	51 435
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 4Q'16:

Kupuj	6	33%
Akumuluj	9	50%
Trzymaj	2	11%
Redukuj	1	6%
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 jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.12.2016 roku (11:19 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.12.2016 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 wписywane 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 28.12.2016 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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.