

Robyg

Kupuj

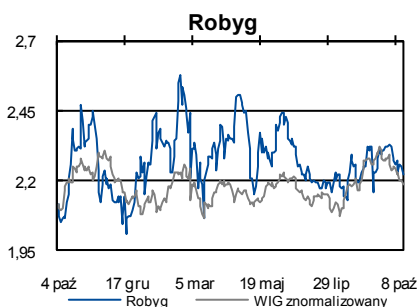
Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	2,24
Cena docelowa (PLN)	2,51
Min 52 tyg (PLN)	2,01
Max 52 tyg (PLN)	2,57
Kapitalizacja (mln PLN)	587,09
EV (mln PLN)	694,93
Liczba akcji (mln szt.)	262,09
Free float	46,1%
Free float (mln PLN)	270,65
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	0,33
Kod Bloomberga	ROBP.WA
Kod Reutersa	ROBP.WA

Zmiana kursu	Robyg	WIG
1 miesiąc	2,8%	-3,0%
3 miesiące	0,9%	2,2%
6 miesięcy	-5,6%	1,2%
12 miesięcy	4,6%	-0,2%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Nanette Real Estate Gr	10,15
PKO Bankowy OFE	5,03
LBPOL William II S.A.R.I	43,72
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Hold	2014-01-08	2,30



Stanisław Ozga, CFA, doradca inwestycyjny
 stanislaw.ozga@pkobp.pl
 (0-22) 521-79-13

PKO Dom Maklerski
 ul. Puławska 15
 02-515 Warszawa

15 października 2014 r.

Wydajemy rekomendację KUPUJ dla Spółki Robyg z ceną docelową w perspektywie 12 miesięcy na poziomie 2.51 PLN. Ostatnie kwartały były bardzo dobre dla spółek deweloperskich w szczególności posiadających atrakcyjną ofertę oraz możliwości finansowe wprowadzania na rynek nowych projektów. Robyg odniósł sukces rynkowy i ugruntował swoją pozycję na rynku deweloperskim. Obecnie wyzwaniem dla Spółki jest utrzymanie obecnego poziomu sprzedaży i całkowitej marży brutto na poziomie marży ekonomicznej z ostatnich lat.

- W bieżącym roku na rynku deweloperskim kontynuowane jest ożywienie widoczne od końca 2013r. Sprzedaż mieszkań na głównych rynkach utrzymuje się na wysokich stabilnych poziomach. Po trzech kwartałach sprzedaż mieszkań przez głównych deweloperów giełdowych wzrosła r/r o ok. 35%. W dalszym ciągu utrzymują się czynniki, które wywołały wzrost takie jak niskie stopy procentowe, stabilne ceny oraz program wspierający rynek mieszkaniowy MDM.
- Robyg utrzymuje osiągnięty na koniec 2013r. wzrost sprzedaży do poziomu ok. 500 mieszkań kwartalnie i jest liderem pod tym względem wśród deweloperów giełdowych. Zmodyfikowana strategia Spółki zakłada sprzedaż roczną na poziomie 2000 mieszkań oraz osiąganie marży brutto na poziomie 20% z uwzględnieniem projektów JV. Obecny bank ziemi daje potencjał zakładanej sprzedaży przez najbliższe dwa lata.
- Wyzwania jakie stoją przed Spółką w najbliższym czasie to dalsza rozbudowa banku ziemi, przy rosnących szczególnie na rynku warszawskim cenach działek oraz większa konkurencja widoczna w postaci przyspieszenia wprowadzania nowych projektów na rynek. Uzyskanie założonego poziomu marży jest istotne dla możliwości utrzymania przez Spółkę dotychczasowej polityki dywidend. Kontynuacja spowolnienia gospodarczego oraz zacieśnienie polityki kredytowej banków może przyczynić się do pogorszenia sytuacji na rynku.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln PLN	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Sprzedaż	403	486	379	401	520
EBITDA	56	58	57	65	97
EBIT	55	57	56	64	96
Zysk netto	25	29	36	42	68
Zysk skorygowany	62	69	77	58	69
EPS (PLN)	0,10	0,11	0,14	0,16	0,26
DPS (PLN)	0,12	0,08	0,08	0,11	0,12

P/E	23,50	20,41	16,36	14,12	8,62
P/BV	1,12	1,30	1,30	1,32	1,21
EV/EBITDA	12,34	12,02	12,29	10,69	7,19

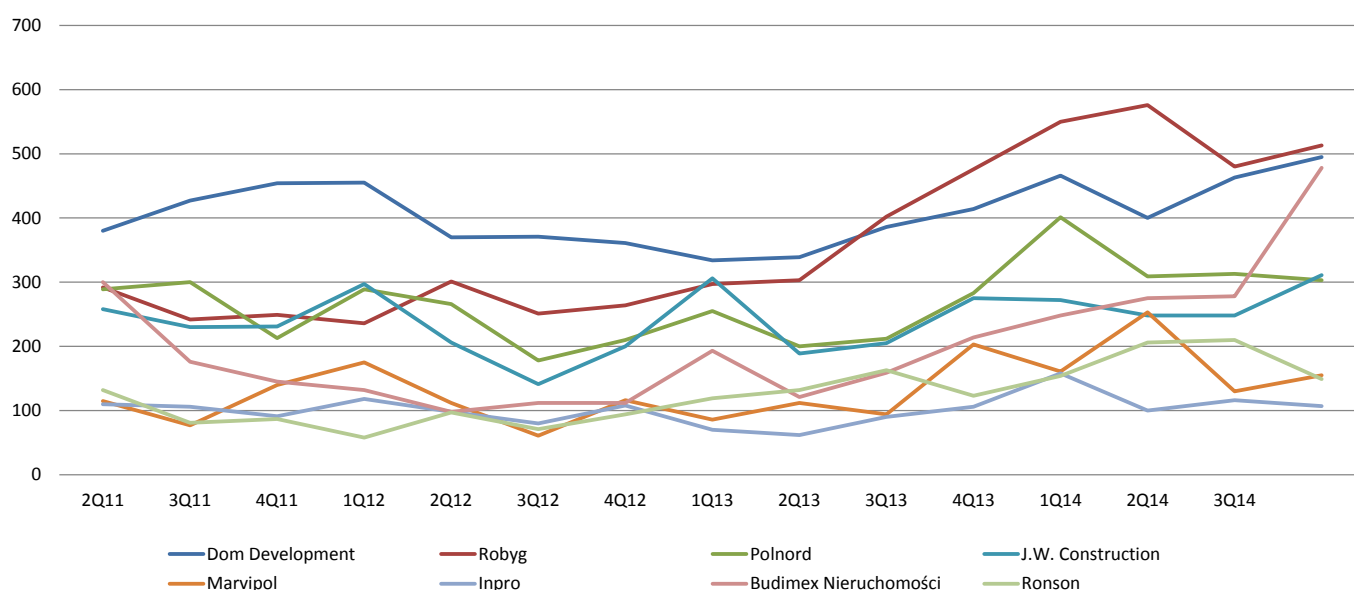
P - prognoza DM PKO BP

Argumenty inwestycyjne

Rynek deweloperski

W bieżącym roku kontynuowany jest okres dobrej koniunktury na rynku deweloperskim, który zapoczątkowany został na koniec 2013r. Cały czas aktywne są czynniki, które przyczyniły się do poprawy sytuacji na rynku: niskie stopy procentowe, stabilne ceny mieszkań i programy wspierające sprzedaż jak MDM. Czynniki te skompensowały w dużym stopniu zmiany wynikające z zaostrzenia polityki kredytowej przez KNF dotyczące możliwości udzielania kredytów bez wkładu własnego, które nie są od tego roku dostępne.

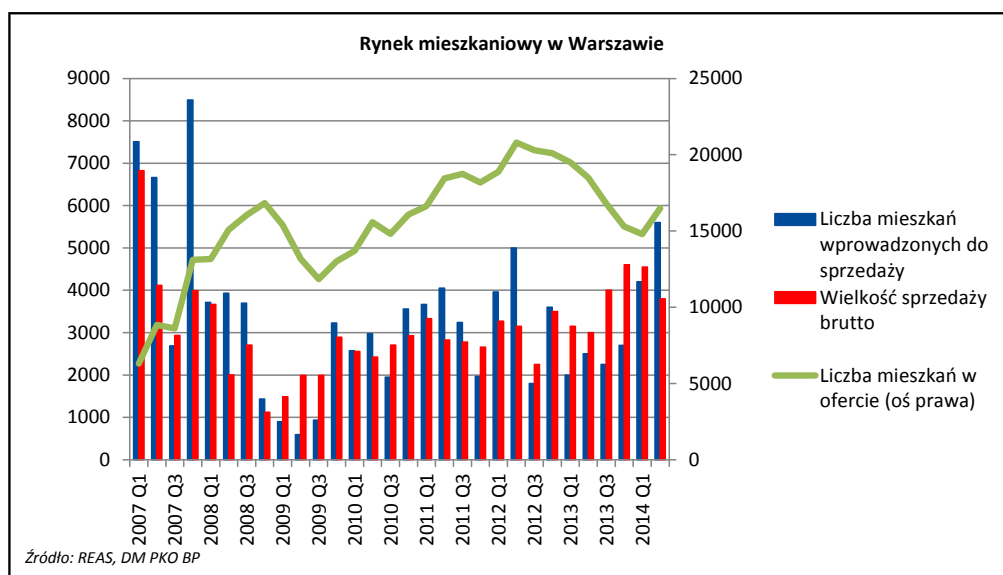
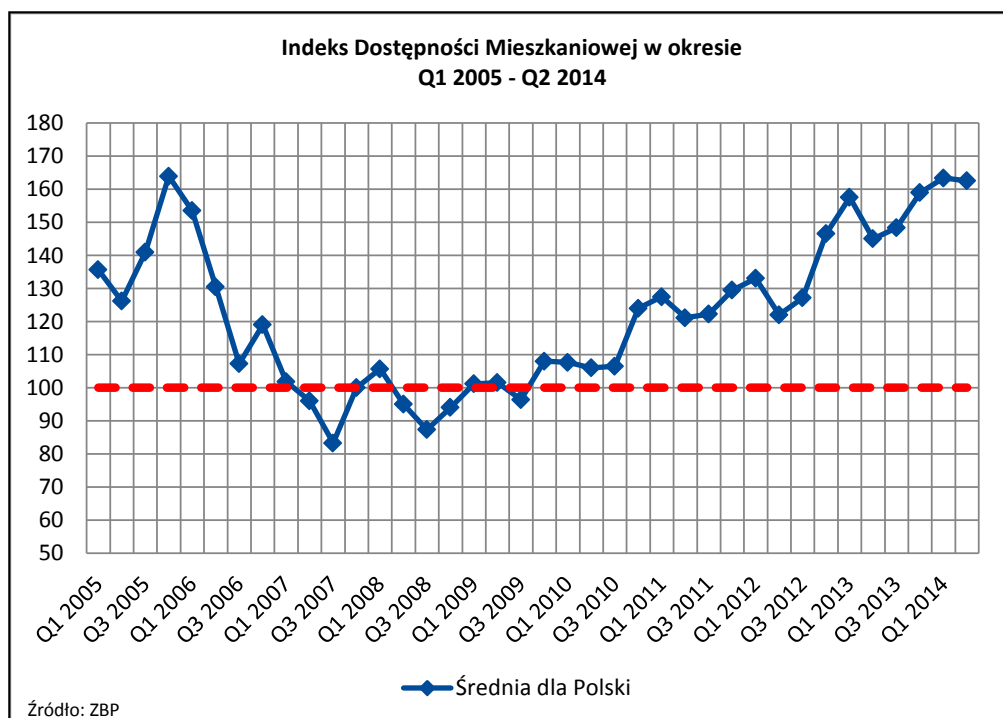
Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych



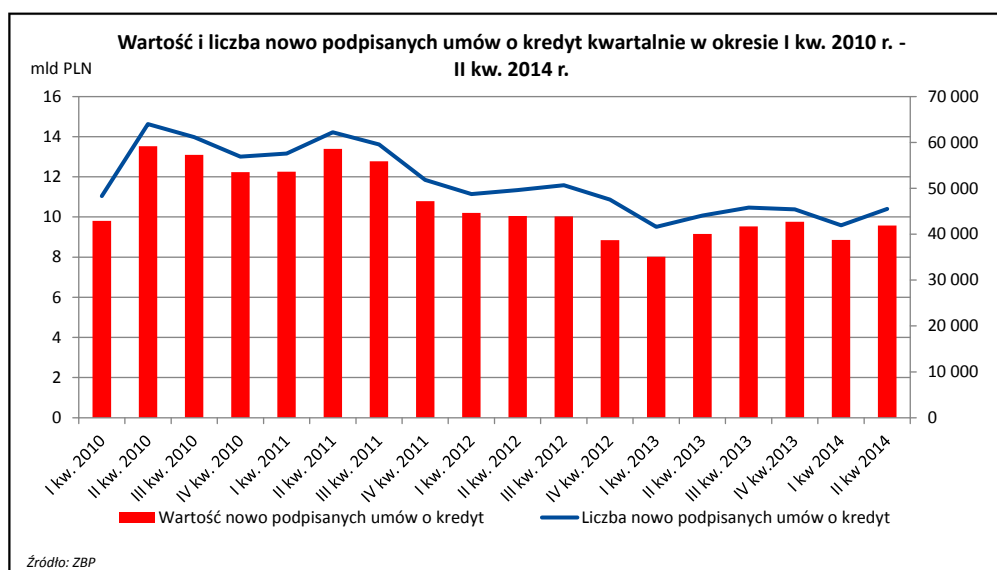
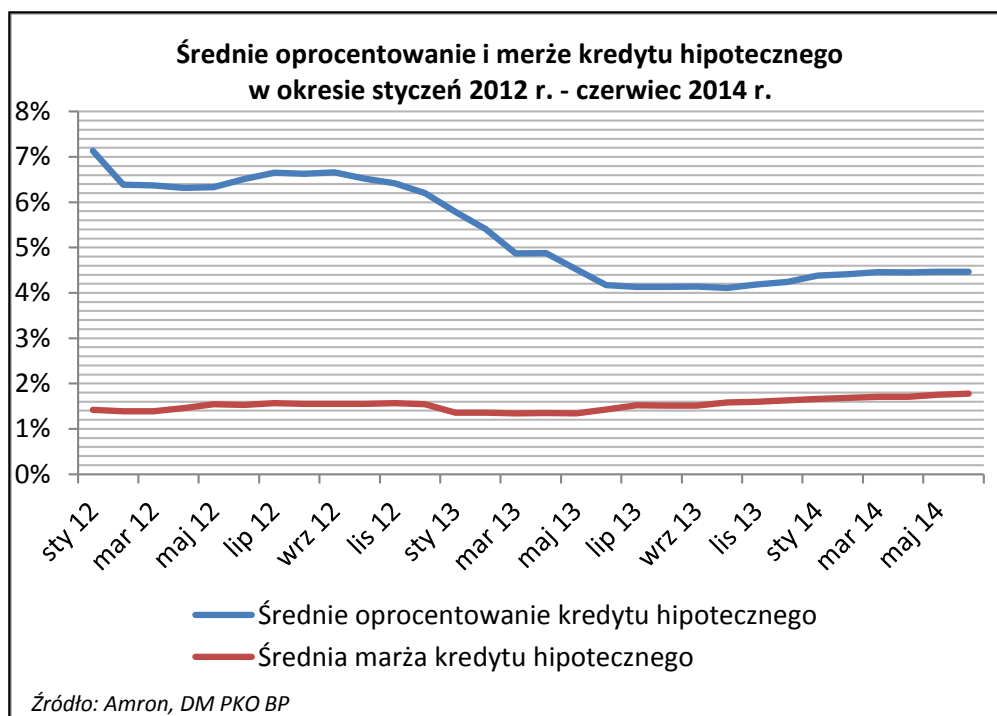
źródło: PAP, DM PKO BP

Od początku roku widoczny jest nawet wzrost wartości udzielanych kredytów mieszkaniowych. Dynamiki roczne wielkości udzielanych kredytów wyniosły w I i II kwartale br. odpowiednio 10% i 5% r/r. W całym 2014r. oczekujemy wzrostu wartości udzielanych kredytów mieszkaniowych na poziomie ok.10%.

Po kolejnej obniżce stóp procentowych jaka miała miejsce w październiku br. oprócz spadku kosztów kredytu rośnie także relatywna atrakcyjność mieszkań w porównaniu z lokatami finansowymi, co wg opinii deweloperów może przyczynić się do zwiększenia skali inwestycyjnych zakupów lokali.

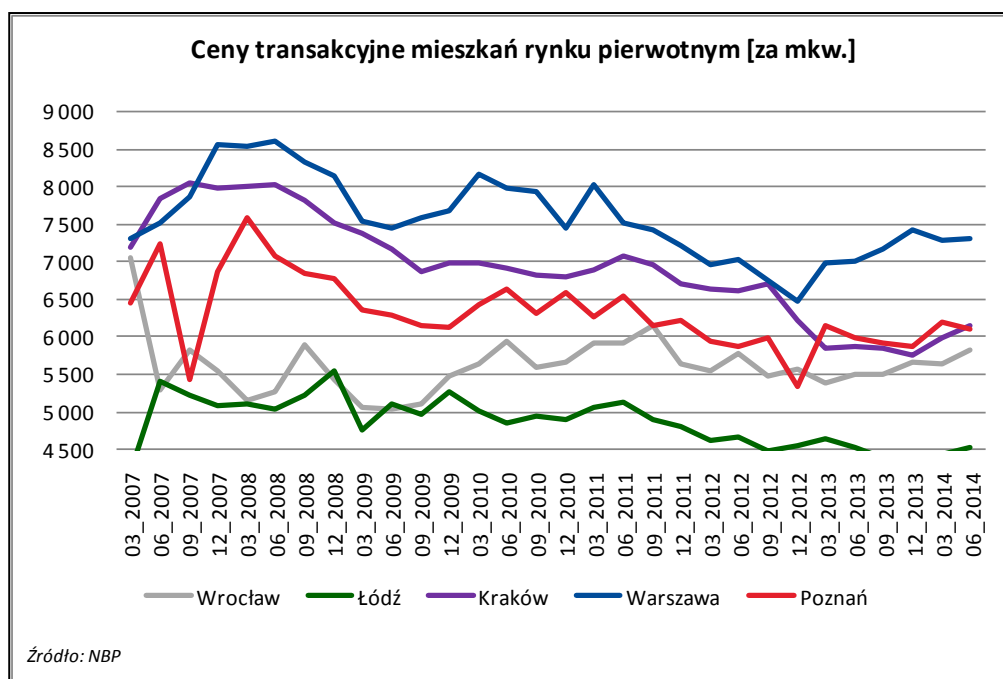


Dobra koniunktura na rynku warszawskim, na którym Robyg lokuje większość swoich inwestycji widoczna była w skokowym wzroście sprzedaży z ok. 3000 do ok. 4000 mieszkań kwartalnie począwszy od III kwartału 2013r. Wzrost ten przyczynił się do zmiany strategii sprzedażowej deweloperów i istotnego wzrostu wprowadzanych do sprzedaży nowych inwestycji, co szczególnie widoczne było w II kwartale br., w którym oferta powiększyła się o ok. 5600 mieszkań. Ponieważ zbiegło się to z pewnym spadkiem sprzedaży zmienił się także dotychczasowy trend zmniejszania się dostępnej oferty, chociaż w dalszym ciągu pozostaje ona na relatywnie niskim poziomie 4 miesięcznej sprzedaży. W kolejnych kwartałach zwiększony popyt może wynikać także z programu Mieszkanie dla Młodych, ponieważ od października zwiększył się limit na terenie Warszawy do blisko 6600 PLN/m².



Dzięki niskim stopom procentowym mimo rosnącej marży banków średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych uległo w ciągu ostatniego miesiąca dalszym spadkom. Po obniżce stóp procentowych w październiku WIBOR 6M spadł od czerwca br. o ponad 60 bp, co powinno zwiększyć zdolność kredytową i obniżyć koszt finansowania o kilka procent w przypadku kredytów 25 i 30 letnich.

Poprawa koniunktury i spadek oferty mieszkań w ofercie przyczynił się do pewnego wzrostu cen transakcyjnych w ujęciu r/r, który wyniósł na głównych rynkach: 4,2% w Warszawie, 5,9% we Wrocławiu, 4,6% w Krakowie i 1% w Gdańsku. Średnia dla siedmiu największych miast wyniosła 1,8%.



Robyg

Inwestycje planowane na 2014 r. *		
Projekt	Etap	Ilość lokali
City Apartments	6	173
Osiedle Królewskie	3	100
Osiedle Królewskie	4	77
Young City	3	154
Young City	4	138
Albatross Towers	3	177
Planowane rozpoczęcie budowy w 2014, wprowadzone do oferty w 2013		819
Projekt	Etap	Ilość lokali
Osiedle Królewskie	5	87
Osiedle Królewskie	6	121
Królewski Park	1	116
Królewski Park	2	112
Young City	5	124
Young City	6	124
Osiedle Kameralne II	1	160
Albatross Towers	4	176
Słoneczna Morena	9	122
Lawendowe Wzgórze	11	142
Lawendowe Wzgórze	12	130
Wprowadzone do oferty w 1-2Q 2014		1 414
Projekt	Etap	Ilość lokali
Park Wola Residence	1	318
Lawendowe Wzgórze	13	137
Słoneczna Morena	10	211
Słoneczna Morena	11	20
Słoneczna Morena	12	12
Słoneczna Morena	13	12
Albatross Towers	5	138
Planowane rozpoczęcie budowy w 2014, niewprowadzone do oferty w 1-2Q 2014		848
Projekt	Etap	Ilość lokali
Osiedle Kameralne	3	85
Young City	7	159
Young City	8	125
Królewski Park	3	174
Królewski Park	4	212
Modern Żoliborz (porzednia nazwa Small City)	1	150
Słoneczna Morena	15	209
Lawendowe Wzgórze	13	134
Planowane rozpoczęcie budowy w 2015, wprowadzone do oferty 2014		1 248
* Szacunek inwestycji może ulec zmianie.		
Źródło: Robyg		

Od III kwartału 2013r. Robyg zanotował istotny wzrost sprzedaży do poziomu ok. 500 mieszkań kwartalnie. Po III kwartałach 2014r. sprzedaż wyniosła 1569 lokali wobec 1181 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku. Robyg odniósł sukces rynkowy dzięki dobrze dopasowanej do rynku ofercie i atrakcyjnemu stosunkowi lokalizacji do ceny mieszkań. Nie bez znaczenia były także problemy finansowe niektórych konkurentów i problemy z uruchamianiem nowych projektów pod regulacjami ustawy deweloperskiej.

Zgodnie ze zmodyfikowaną strategią Spółki zakładana jest sprzedaż na poziomie ponad 2000 mieszkań rocznie. Ze względu na malejące zapasy gruntów na rynku warszawskim Spółka podjęła także decyzję o przeznaczeniu 150 mln PLN do 2016r., na zakup ziemi. W 2014r. Spółka dokonała dwóch zakupów działek: mniejszej, na Żoliborzu o powierzchni 5,5 tys. m² za 9,9 mln PLN i dużej działki na Mokotowie o powierzchni 8,5 ha, na której wybudowane ma zostać ok. 50 tys. m² powierzchni mieszkaniowej i ok 6 tys. m² komercyjnej. Koszt nabycia tej inwestycji wyniósł 68,5 mln PLN, jednak w dalszej kolejności 49% udziału w spółce celowej zostało odsprzedane funduszowi NCRE II. Te transakcje powiększają bank ziemi o ok. 1200 lokali. Na koniec II kwartału bank ziemi składał się z ok. 3200 mieszkań w Warszawie i ponad 4 tys. mieszkań w Gdańsku. Oczekujemy kolejnych zakupów w najbliższych miesiącach. Robyg odkupił także 49% udziału w Wilanów Office Center i planuje przeznaczyć znajdujący się tam grunt pod inwestycje mieszkaniowe. Wg szacunków Spółki ma tam powstać docelowo 255 lokali. W ofercie Spółki znajdowało się na koniec II kwartału ponad 1350 mieszkań, co oznacza istotny wzrost w stosunku do ok. 900 mieszkań w poprzednich okresach.

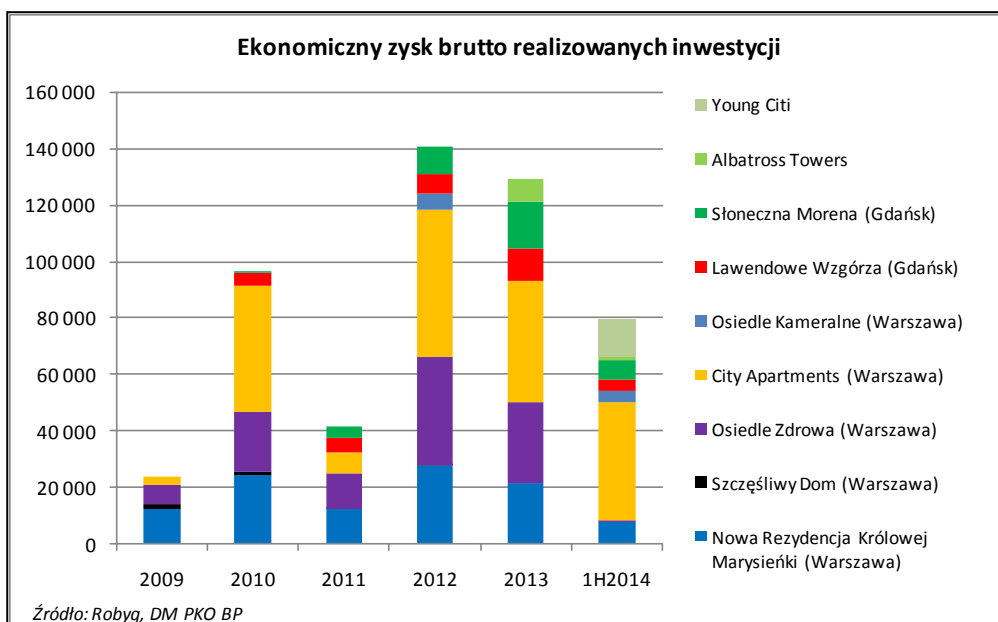
W 2013r. w stosunku do dwóch poprzednich lat zmieniła się struktura sprzedaży z poszczególnych inwestycji. Zdecydowanie zmniejszył się udział w sprzedaży inwestycji na banku ziemi zbudowanym kilka lat temu takich jak Citi Apartments na Żoliborzu oraz Zdrowa i Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki na Wilanowie na rzecz nowych projektów. Świadczy to potencjałe Spółki do realizacji projektów odpowiadających potrzebom rynku. Jednocześnie wzrosła proporcjonalnie sprzedaż projektów w Gdańsku do ponad 40%. Jednym z powodów jest program wspierający sprzedaż Mieszkanie dla Młodych, którego limit cenowy obejmuje większość oferty w tym mieście.

W drugiej połowie 2014r. i 2015r. Spółka planuje wprowadzić do sprzedaży łącznie 2592 lokale z czego 255 powinno zostać ukończonych w 2015 r., a 2377 lokali w 2016r.

W ciągu III kwartałów 2014r. Robyg rozpoznał w wynikach 988 mieszkań uwzględniając lokale z inwestycji JV. Wg naszych szacunków w 2014r. Spółka może rozpoznać ponad 1600 mieszkań, wobec ponad 2000 w roku 2015r. Jednak na poziomie ekonomicznego zysku netto z uwzględnieniem korekt konsolidacyjnych nie powinno się przełożyć to na takie proporcjonalne różnice.

Wyzwaniem dla Spółki będzie utrzymanie dotychczasowego poziomu wielkości zysku brutto na sprzedaży. W latach 2012-2013 wysokie marże generowane były przez projekty, które zakupione zostały w poprzedniej dekadzie takie jak Citi Apartments, Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki i Zdrowa. Inwestycje te jednak się kończą. W Citi Apartments, zostało do rozpoznania ok. 200 mieszkań. W Nowej Rezydencji Królowej Marysieńki do rozpoznania pozostało ok. 30 mieszkań.

Sprzedaż lokali w poszczególnych inwestycjach 2009-1H2014						
Sprzedaż w okresie	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
Warszawa:						
Nowa Rezydencja Królowej Marysienki	106	113	156	260	103	
Szczęśliwy Dom	-1	6	-	1		
Osiedle Zdrowa	85	154	267	155	33	
City Apartments	95	167	227	220	240	114
Osiedle Kameralne	-	-	124	9	104	
Young CITI	-	-	-	87	284	224
Osiedle Królewskie					335	212
Królewski Park						21
Pozostałe						23
razem Warszawa	285	440	774	732	1 099	594
Gdańsk:						
Słoneczna Morena	1	19	72	149	223	139
Lawendowe Wzgórza	3	83	150	171	187	155
Albatross Tower	-	-	23	61	222	168
razem Gdańsk	4	102	245	381	632	462
SUMA	289	542	1 019	1 113	1 731	1 056
Źródło: Robyg, szacunki DMPKO BP						



Ekonomiczna marża brutto na sprzedaży						
Nazwa inwestycji	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
Nowa Rezydencja Królowej Marysienki	24.4%	29.5%	24.5%	32.0%	25.8%	19.9%
Szczęśliwy Dom	0.0%	30.2%	7.3%	13.5%		
Osiedle Zdrowa	35.7%	39.1%	38.2%	34.6%	31.3%	41.5%
City Apartments	39.7%	34.9%	28.6%	47.4%	37.5%	37.6%
Osiedle Kameralne	-			22.3%		24.5%
Lawendowe Wzgórza	-	36.4%	25.7%	22.8%	25.6%	19.2%
Słoneczna Morena	-	22.3%	25.8%	31.8%	24.5%	23.3%
Albatross Tower	-				16.6%	28.6%
Young CITI	-					32.3%
Źródło: Robyg, DMPKO BP						

Polityka dywidendy

Od początku swojej historii giełdowej Robyg dzielił się z inwestorami dywidendą, która wynosiła:

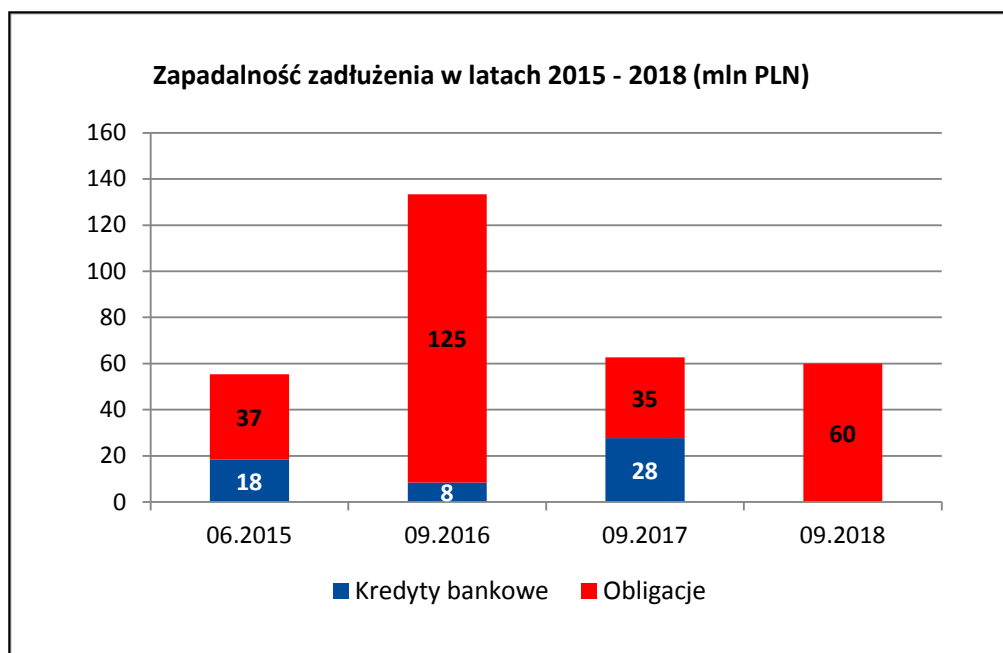
- z zysku za 2010 rok w wysokości 0,07 zł na akcję, co stanowiło 27% zysku ekonomicznego netto
- z zysku za 2011 rok w wysokości 0,12 zł na akcję, co stanowiło ponad 78% zysku ekonomicznego netto
- z zysku za 2012 w wysokości 0,08 zł na akcję, co stanowiło 31% zysku ekonomicznego netto
- z zysku za 2013 w wysokości 0,08 zł na akcję, co stanowiło 29% zysku ekonomicznego netto

W 2014r. Rada Nadorcza zatwierdziła politykę dywidendy na lata 2014-2015, która zakłada wypłatę dywidendy na poziomie 75-80% skonsolidowanego zysku netto, co stanowi wg naszych prognoz odpowiednio 0,11 zł i 0,12zł na akcję.

Finansowanie

W pierwszej połowie 2014r. Spółka wykupiła obligacje serii D o nominale 40 mln PLN i serii G o nominale 8 mln PLN. Dodatkowo w lipcu wykupione zostały obligacje serii G o nominale 7 mln PLN. W lutym wyemitowane zostały niezabezpieczone obligacje 4-letnie serii K1 i K2 o zmiennym oprocentowaniu o łącznej wartości nominalnej 60 mln PLN. Kolejne emisje powinny być związane z zakupami przez Spółkę gruntów.

Dodatkowym obciążeniem w zakresie przepływów pieniężnych z działalności finansowej będzie spłata pożyczek o charakterze instrumentu kapitałowego w stosunku do głównych akcjonariuszy.



Wycena spółki

Podstawą wyceny jest model DCF. Prognozujemy parametry modelu do roku 2023. Druga faza (TV) obejmuje okres po roku 2023. Dodatkowo publikujemy wycenę porównawczą Ro-byg S.A. na tle spółek z sektora.

Głównym ryzykiem dla przeprowadzonej przez nas wyceny jest znaczne pogorszenie się sytuacji na rynku mieszkaniowym, które może wynikać zarówno ze spowolnienia gospodarczego, polityki banków (rekomendacja S, ograniczenie akcji kredytowej), oraz wzrostu nawisu podażowego oferowanych mieszkań. Jako ryzyka postrzegamy także wygasanie dotychczasowych projektów o ugruntowanej pozycji na Żoliborzu i Wilanowie, które generowały w ciągu ostatnich dwóch lat zdecydowaną większość marży.

Wycena DCF.

Robyg: model DCF						
	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	>2018P
tys PLN						
EBIT	55 863,8	64 090,3	95 802,0	94 391,2	79 460,3	83 393,6
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	45 249,7	51 913,1	77 599,6	76 456,9	64 362,9	67 548,8
CAPEX						
Amortyzacja	889,0	889,0	889,0	885,0	885,0	885,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-8 074,2	-7 379,4	12 336,1			
FCF	38 064,4	45 422,7	90 824,7	77 341,9	65 247,9	68 433,8
WACC	7,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,08	1,16	1,25	1,34	1,44
DFCF	38 064,4	42 199,8	78 440,0	62 090,1	48 691,0	514 615,7
Wzrost w fazie II		1,00%				
Suma DFCF - Faza I		450 268,2				
Suma DFCF - Faza II		333 832,9				
Wartość Firmy (EV)		784 101,1				
Dług netto		107 840,4				
Wartość godziwa		676 260,7				
Liczba akcji (mln szt.)		262 092,0				
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2014		2,58				
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)		2,51				
Oczekiwana dywidenda w ciągu 12 miesięcy		0,11				
Cena bieżąca		2,24				
Oczekiwana stopa zwrotu		17%				

Źródło: prognozy DM PKO BP

Wacc i założenia do wyceny.

Robyg: WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
waga długu	27%	36%	38%	38%	38%
WACC	7,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Robyg: Kluczowe założenia do wyceny

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Wolumen:Sprzedaż mieszkań	2 026	2 031	2 030	1 990	1 901
Wolumen:Rozpoznanie mieszkań w wyniku	1 497	1 991	2 201	1 990	1 901
Średnia marża brutto na sprzedaży	22,7%	23,5%	25,3%	20,0%	20,0%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Wycena porównawcza.

Nazwa spółki	Kapitalizacja mIn PLN	Price/BV	Dług netto/Kapitał własny
ECHO INVESTMENT S.A.	2 525.7	0.91	0.85
RANK PROGRESS SA	153.6	0.34	1.08
BBI DEVELOPMENT SA	129.7	0.46	0.66
CAPITAL PARK SA	518.5	0.50	0.46
GLOBE TRADE CENTRE SA	1 914.6	0.75	1.39
średnia		0.59	0.89
POLNORD SA	254.5	0.18	0.39
DOM DEVELOPMENT SA	1 126.8	1.32	0.14
JW CONSTRUCTION HOLDING S	293.2	0.47	1.26
LC CORP SA	814.6	0.71	0.51
ROBYG SA	581.8	1.24	0.46
średnia		0.78	0.55

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe.

Rachunek zysków i strat (tys. PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody netto ze sprzedaży	160 470	402 891	485 915	378 825	400 689	520 177
Koszty własny sprzedaży	-129 568	-305 287	-395 379	-316 931	-329 821	-433 034
Udział w zysku stracie wspólnych przedsiębiorstw				24 188	31 167	46 489
Koszt sprzedaży	13 661	4 028	-14 265	-15 907	-15 907	-17 179
Koszty zarządu	-9 507	-12 240	-20 944	-21 572	-22 219	-22 886
Koszty odpisu aktualizacyjnego zapasów	-17 394	-19 587	0	8200	0	0
Pozostałe przychody	-5 000	-13 499	6 074	3 858	5 124	7 326
Pozostałe koszty operacyjne	-1 972	-1 235	-4 658	-4 798	-4 942	-5 090
Zysk z działalności operacyjnej	10 690	55 071	56 743	55 864	64 090	95 802
Ekonomiczny zysk z działalności operacyjnej	21 987	96 967	99 165	99 442	81 105	96 843
Przychody finansowe	7 068	7 630	7 544	8 963	8 323	4 794
Koszty finansowe	-16 396	-18 998	-20 165	-18 223	-17 993	-17 740
Zyski jedn.współzależnych	0	0		0	0	0
Zysk (strata) brutto	1 362	43 703	44 122	46 604	54 420	82 856
Podatek dochodowy	26 784	-18 718	-15 359	-10 719	-12 851	-14 765
Zysk(strata) netto	28 146	24 985	28 763	35 885	41 569	68 091
Zysk(strata) jedn.dominującej	22 319	20 033	26 096	33 540	40 996	67 633
Zysk netto ekon. jedn.dominującej	33 616	61 929	68 518	77 118	58 011	68 673
Zyski (straty) mniejszości	5 827	4 952	2 667	2 345	573	458
Bilans (tys. PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa trwałe	338 388	373 147	383 333	373 347	401 792	390 881
Rzeczowe aktywa trwałe	7 853	7 801	8 202	7 223	7 425	7 552
Nieruchomości inwestycyjne	141 626	132 886	104 460	117 893	117 893	117 893
Wartość firmy	21 488	21 488	21 488	21 488	21 488	21 488
Inne wartości niematerialne	320	293	652	326	298	322
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	173	0	87 864	131 001	161 740	152 606
Inne długoterminowe należności	426	617	2 571	129	211	125
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	35 432	42 949	21 780	17 424	13 939	11 151
Gruntły przeznaczone pod zabudowę	131 070	167 113	136 316	77 863	78 798	79 743
Długoterminowe aktywa finansowe		9 691	65	0	0	0
Aktywa obrotowe	878 077	837 688	697 089	810 813	785 449	629 578
Zapasy	687 580	658 276	441 215	501 656	542 946	481 048
Należności z tytułu dostaw i usług oraz poz. Należności	12 565	26 299	36 692	43 453	26 009	12 059
Należności z tyt. Podatku dochodowego	734	337	1 100	125	111	187
Rozliczenia międzyokresowe	2 495	2 447	760	783	806	830
Krótkoterminowe aktywa finansowe	46 152	16 558	9 187	25 092	22 526	22 526
Środki pieniężne i ekwiwalenty	128 551	124 080	208 070	239 705	193 051	112 928
AKTYWA RAZEM	1 216 465	1 210 836	1 080 422	1 184 160	1 187 241	1 020 459
Kapitał własny ogółem	545 245	522 902	453 231	452 006	443 107	484 680
Kapitał zakładowy	25 739	25 794	26 052	26 209	26 209	26 209
Nadwyżka z emisji akcji pow.ich wart. Nominalnej	306 817	306 817	308 654	309 572	309 572	309 572
Zyski zatrzymane	82 265	78 602	83 823	94 628	105 646	148 899
Akcjonariusze niekontrolujący	130 424	111 689	34 702	21 597	1 680	0
Zobowiązania	671 220	687 933	627 191	732 154	744 134	535 779
Zobowiązania długoterminowe	304 404	249 247	298 114	295 652	306 590	250 462
Oprocentowane kredyty i pożyczki	279 900	205 751	258 839	252 761	261 499	200 970
Pozostałe zobowiązania	6 330	8 854	10 591	11 234	13 454	12 544
Zaliczki otrzymane od klientów	5 076	6 915	10 004	4 903	4 321	6 756
Rezerwa z tytułu odroczonego pod. Dochodowego	13 098	27 727	18 680	26 754	27 316	30 192
Zobowiązania krótkoterminowe	366 816	438 686	329 077	436 502	437 544	285 317
Zobowiązania z tyt. Dostaw i usług i poz	50 134	48 617	45 156	68 890	51 964	25 083
Oprocentowane kredyty i pożyczki	103 498	179 468	124 326	94 784	94 784	94 784
Zobow. Z tyt. Pod. Dochodowego	34	3 373	577	34	34	34
Rozliczenia międzyokresowe	6 984	2 990	3 873	7 034	7 056	7 111
Zaliczki otrzymane od klientów	189 115	185 743	143 896	254 061	271 539	145 651
Rezerwy	17 051	18 495	11 249	11 699	12 167	12 654
PASYWA RAZEM	1 216 465	1 210 836	1 080 422	1 184 160	1 187 241	1 020 459
Rachunek Przepływów Pieniężnych (tys. PLN)						
Przepływy z działalności operacyjnej	112 397	95 761	183 917	45 471	-23 767	-86 175
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-53 173	-19 980	-17 136	11 623	31 125	55 623
Przepływy z działalności finansowej	-120 238	-79 435	-77 898	-19 260	-64 230	-48 451
Wskaźniki						
ROE	5,2%	4,8%	6,3%	7,9%	9,4%	14,0%
ROA	2,3%	2,1%	2,7%	3,0%	3,5%	6,7%
P/BV	1,10	1,15	1,33	1,33	1,36	1,24
Dług netto (tys. PLN)	254 847	261 139	175 095	107 840	163 232	182 826
Dług netto/ EBITDA	22,4	4,7	3,0	1,9	2,5	1,9

Źródło: Roby, P - prognoza DM PKO BP



Dom Maklerski

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22) 521-80-10, fax (0-22) 521-79-46

e-mail: infodm@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Biuro Analiz Rynkowych

Dyrektor
Sektor wydobywczy

Artur Iwański
(022) 521 79 31
artur.iwanski@pkobp.pl

Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy

Monika Kalwasińska
(022) 521 79 41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

Sektor energetyczny, deweloperski

Stanisław Ozga
(022) 521 79 13
stanislaw.ozga@pkobp.pl

Sektor finansowy

Jaromir Szortyka
(022) 580 39 47
jaromir.szortyka@pkobp.pl

Handel, media, telekomunikacja, informatyka

Włodzimierz Giller
(022) 521 79 17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

Przemysł, budownictwo, inne

Piotr Łopaciuk
(022) 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Analiza techniczna

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Analiza techniczna

Paweł Małmyga
(022) 521 65 73
pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski
(0-22) 521 79 19
wojciech.zelechowski@pkobp.pl

Piotr Dedecjus
(0-22) 521 91 40
piotr.dedecjus@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak
(0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Maciej Kałuża
(0-22) 521 91 50
maciej.kaluza@pkobp.pl

Krzysztof Kubacki
(0-22) 521 91 33
krzysztof.kubacki@pkobp.pl

Igor Szczepaniec
(0-22) 521 65 41
igor.szczepaniec@pkobp.pl

Tomasz Ilczyszyn
(0-22) 521 82 10
tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl

Marcin Borciuch
(0-22) 521 82 12
marcin.borciuch@pkobp.pl

Michał Sergejev
(0-22) 521 82 14
michal.sergejev@pkobp.pl

Joanna Wilk
(0-22) 521 48 93
joanna.wilk@pkobp.pl

Tomasz Zabrocki
(0-22) 521 82 13
tomasz.zabrocki@pkobp.pl

Mark Cowley
(0-22) 521 52 46
mark.cowley@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM PKO BP opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM PKO BP ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza rekomendacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP. Treść rekomendacji jest utajniana do momentu upublicznienia, przy czym upublicznienie następuje po upływie 7 dni kalendarzowych od dnia udostępnienia rekomendacji klientom. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM PKO BP jest zabronione. Niniejsza rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM PKO BP może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych i publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.