

8 października 2010

Komentarz specjalny

**Deweloperzy**

Polska

Robyg

W poszukiwaniu wysokich zysków

Robyg jest deweloperem mieszkaniowym, od 10 lat działającym na rynku warszawskim. Do tej pory prowadził jednocześnie trzy inwestycje w Warszawie. Z uwagi na poprawę koniunktury na rynku, spółka zdecydowała się na rozpoczęcie 3 inwestycji w Gdańsku. W 2011 roku Robyg rozpocznie także inwestycję we Wrocławiu. Na tle branży spółka charakteryzuje się bardzo dobrze przygotowanymi inwestycjami, dużym doświadczeniem rynkowym, atrakcyjnymi projektami i korzystnymi cenami zakupu gruntów. Robyg, jak większość deweloperów, posiada duży bank ziemi, jednak w przeciwieństwie do wybranych konkurentów, jest w stanie go efektywnie wykorzystywać. Robyg charakteryzuje się również bardzo dobrymi wynikami sprzedaży lokali. Po I półroczu spółka sprzedała 287 mieszkań, przy wielkości oferty w wysokości 412 lokali na koniec 2009 roku i 824 lokali na koniec I półrocza 2010. Spółka nigdy nie stosowała systemu sprzedaży lokali 10/90, w efekcie, nawet w trudnym 2009 roku, Robyg nie notował wielu wycofań klientów z podpisanych umów. Najwięcej wycofań miało miejsce w Q3 2009, kiedy to wycofało się 8 klientów (sprzedano wówczas 80 mieszkań netto). Kolejną zaletą Robyga na tle branży jest posiadanie własnej firmy oferującej usługi generalnego wykonawstwa. Jest to firma mała, nisko-kosztowa, jednak jej posiadanie pozwala Robygowi na samodzielne kontraktowanie podwykonawców. W ten sposób Robyg jest w stanie uzyskiwać niższe koszty budowy, niż jej konkurenci. W 2011 roku realizowane będzie jednocześnie 7 projektów. Pozwoli to spółce na zwiększenie wyników sprzedaży nawet do około 1400 lokali rocznie i przychodów (w 2012 roku).

Struktura akcjonariatu

Nanette Real Estate Group N.V.	34,97%
ROBYG B.V.	14,21%
LBPOL William II S.a.r.l.	49,18%
Pozostali Akcjonariusze	1,64%

Strategia dotycząca sektora

Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Uważamy, że sektor jest bezpieczniejszy niż branża budowlana i posiada większy potencjał wzrostowy niż najwięksi deweloperzy komercyjni. Zalecamy zwiększanie zaangażowania w walory deweloperów o niskiej wycenie, atrakcyjnych aktywach, dobrze przygotowanych projektach i dużej płynności.

Profil spółki

Robyg jest deweloperem mieszkaniowym o 10-letnim doświadczeniu w działalności na rynku warszawskim. W 2010 roku spółka poszerza zasięg działalności o Gdańsk, zaś w roku 2011 o Wrocław. Obecnie spółka realizuje 5 projektów deweloperskich: dwa w Warszawie na Wilanowie, jeden w Warszawie na Żoliborzu oraz dwa w Gdańsku (Szadółki, Piecki-Migowo). W najbliższych miesiącach rozpocznie się realizacja trzeciego projektu w Gdańsku, w dzielnicy Przymorze. Grupa Robyg posiada własną firmę świadczącą usługi generalnego wykonawstwa. Spółka planuje przeznaczyć w najbliższym czasie środki na zakup nowych gruntów w Warszawie (bank ziemi na Wilanowie wyczerpie się w ciągu 2 lat).

Bardzo dobre wyniki sprzedaży mieszkań

Robyg na tle branży charakteryzuje się bardzo dobrymi wynikami sprzedaży. W Q1 2010 spółka sprzedała 97 lokali netto (efektywność sprzedaży = 20%), zaś w Q2 2010 - aż 190 lokali netto (efektywność sprzedaży = 27,5%, nie wystąpiły transakcje pakietowe). Celem na 2010 rok jest sprzedaż około 600 lokali. W 2011 roku sądzimy, że realna będzie sprzedaż 1011 mieszkań, zaś w 2012 roku - aż 1420 mieszkań. Na wzrost sprzedaży wpływać będzie wzrost oferty dewelopera. Warto zwrócić uwagę, że spółka notuje bardzo dobre wyniki sprzedaży, pomimo obecności w wybranych lokalizacjach o dużej konkurencji (np. Wilanów). Przyczyną bardzo dobrych wyników sprzedaży jest głównie aktywna polityka marketingowa i atrakcyjny na tle konkurencji produkt.

Prognozy wyników finansowych Robyga

Robyg nigdy nie stosował standardu księgowości MSR 11. Do 2009 roku łącznie wyniki spółki obrazowały realizację głównie 3 projektów w Warszawie. W 2010 roku w wynikach Robyga istotną rolę zyskuje projekt na Żoliborzu, zaś w 2011 i 2012 roku - trzy projekty w Gdańsku i jeden projekt we Wrocławiu. Marże 2009 i 2010 roku są pod wpływem rosnących cen budowy i spadających cen mieszkań, w 2012 roku wyniki zaprezentują spadek cen budowy przekraczający spadek cen lokali (wzrost marż).

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Charakterystyka działalności Robyga

Zakres działalności i struktura Grupy

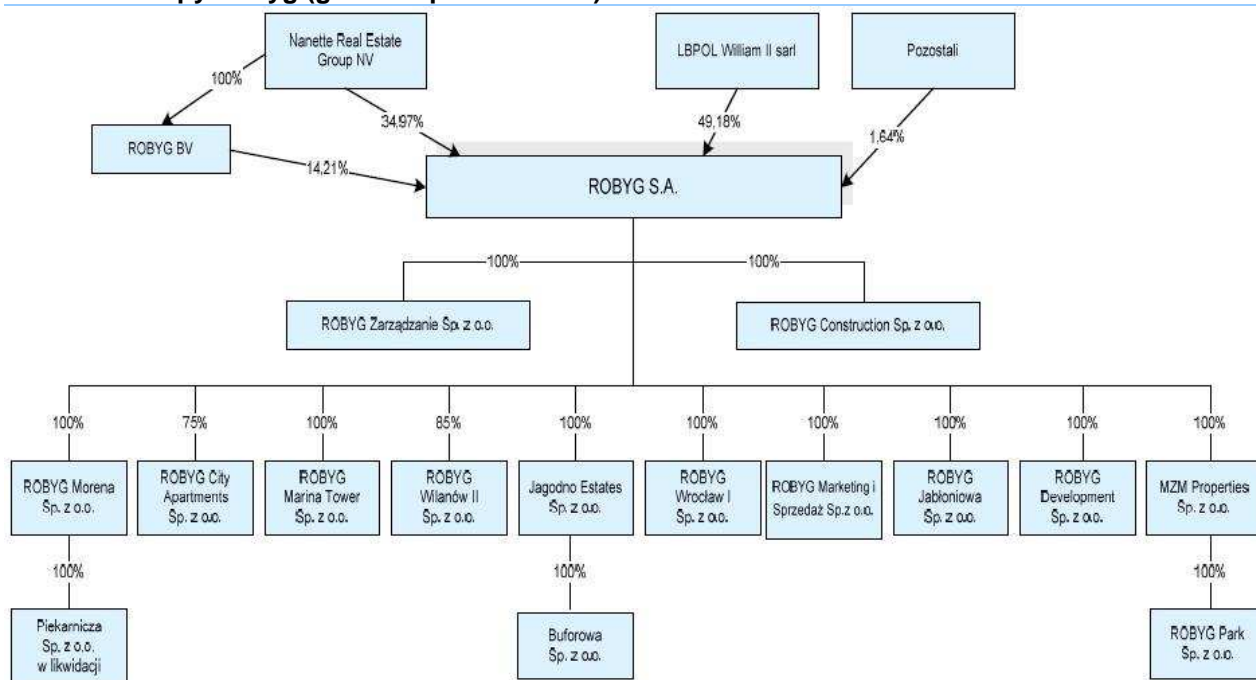
Zakres działalności firmy Robyg

Robyg jest deweloperem mieszkaniowym. Spółka do tej pory obecna była na rynku warszawskim, w 2009 roku rozpoczęła też pierwsze inwestycje w Trójmieście. Robyg posiada również grunty we Wrocławiu, które również w przyszłości będą wykorzystane pod projekty mieszkaniowe. Robyg działa w segmencie popularnym i segmencie o podwyższonej jakości. Do tej pory spółka budowała osiedla mieszkaniowe, obecnie rozpoczęła projekt w Gdańsku, w którym znajdują się też domy jednorodzinne i tzw. wille miejskie. Grupa Robyg wybudowała 1522 mieszkania. W budowie znajduje się 565 mieszkań, w ofercie sprzedaży na koniec I półrocza znajdowało się 824 lokali, zaś na planowanym banku ziemi planowana jest realizacja 5434 lokali. Grupa jest obecnie w trakcie realizacji kolejnego etapu projektu Osiedle Zdrowa (Wilanów, Warszawa) oraz pierwszych etapów projektów w Gdańsku (Słoneczna Morena i Lawendowe Wzgórze). Grupa wprowadziła również do sprzedaży kolejny etap projektu City Apartments w Warszawie oraz przygotowuje się do uruchomienia nowego etapu projektu Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki i projektu Marina Tower w Gdańsku. W dodatku spółka posiada w Gdańsku nieruchomości inwestycyjną, pozwalającą na realizację 2500 mieszkań.

Struktura Grupy Robyg

Grupa Robyg składa się ze spółek celowych. Wśród spółek znajdują się firmy utworzone w celu realizacji projektów deweloperskich (8 firm), spółka oferująca usługi generalnego wykonawstwa (Robyg Construction) oraz pozostałe spółki, pełniące funkcje administracyjne (m.in. Robyg Zarządzanie, Robyg Construction, Robyg Marketing i Sprzedaż). Każdy projekt deweloperski realizuje osobna spółka, co minimalizuje ryzyko związane z działalnością Grupy i ułatwia finansowanie poszczególnych projektów. Podobna struktura występuje w większości spółek z branży (J.W. Construction, Polnord, Gant Development), wyjątkiem jest jedynie Dom Development. Spółki celowe Robyga nie są powiązane wzajemnymi zobowiązaniami, czy gwarancjami kredytów.

Struktura Grupy Robyg (główne spółki zależne)



Źródło: Robyg

Spółki celowe Grupy Robyng utworzone do realizacji projektów deweloperskich

Nazwa projektu	Spółka celowa	Udział Grupy	Lokalizacja	Liczba etapów	Powierzchnia gruntu m2	Powierzchnia lokali PUM	Liczba lokali
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	ROBYG Development	100%	Warszawa, Wilanów	10	84 281	113 658	1 322
Szczęśliwy Dom	ROBYG Park	100%	Warszawa, Ochota	3	13 596	18 115	304
Osiedle Zdrowa	ROBYG Wilanów II	85% *	Warszawa, Wilanów	5	51 800	63 708	874
City Apartments	ROBYG City Apartments	75% **	Warszawa, Żoliborz	7	57 815	97 989	1 272
Słoneczna Morena	ROBYG Morena	100%	Gdańsk, Piecki-Migowo	14	138 571	116 176	1 571
Marina Tower	ROBYG Marina	100%	Gdańsk, Przymorze	5	21 140	49 048	720
Lawendowe Wzgórza	ROBYG Jabłoniowa	100%	Gdańsk, Szadółki	13	136 785	76 333	1 191
Jagodno	Jagodno Estates	100%	Wrocław, Jagodno	6	54 910	22 810	267
Razem	-	-	-	63	558 898	557 837	7 521

Źródło: Robyng; * właścicielem pozostałych 15% udziałów jest Polnord; ** właścicielem pozostałych 25% udziałów jest fundusz Edmond de Rothschild Real Estate (Eastern Europe) Participations (właścicielem funduszu jest bank inwestycyjny Rothschild; aktywa w zarządzaniu na poziomie ok. 200 mln EUR)

Główne atuty Grupy Robyng na tle konkurencji

Spółki celowe Grupy Robyng oraz jej prawni poprzednicy działają na polskim rynku deweloperskim od 2000 roku. Doświadczenie na rynku deweloperskim dodaje spółce wiarygodności (klienci są gotowi kupować lokale po wyższych cenach i na wcześniejszym etapie budowy), pomaga także w kontaktach z bankami. Banki są bardziej skłonne udzielać kredytów doświadczonym podmiotom, oferują też je po bardziej korzystnych warunkach (np. marża 2-3%, a nie 4-5%). Projekty na Wilanowie, pomimo sporej konkurencji, są atrakcyjne cenowo na tle rynku warszawskiego. Projekt na Żoliborzu charakteryzuje się umiarkowaną konkurencją ze strony innych deweloperów. Pozostałe projekty mają standard popularny i podwyższony, lecz mają mniejszą powierzchnię i dlatego najlepiej odpowiadają oczekiwaniom rynku. Projekty deweloperskie Robynga są dobrze przygotowane do uruchomienia. Większość planowanych inwestycji spółki, z wyjątkiem wybranych projektów do rozpoczęcia za ponad 2 lata, ma już projekt architektoniczny. Projekty architektoniczne są dobrze dopasowane do oczekiwań rynku (małe mieszkania, atrakcyjne rozkłady lokali). Osoby zarządzające spółką i zasiadające w radzie nadzorczej mają wieloletnie doświadczenie na rynku deweloperskim w Polsce i na Świecie. Robyng charakteryzują również bardzo dobre na tle wielkości oferty wyniki sprzedaży lokali. Grupa Robyng stosuje proporcjonalny system płatności za nabywane lokale, co redukuje ryzyka związane z wycofaniami klientów.

Subiektywne porównanie siły biznesowej Grupy na tle konkurencji

	Robyng	Dom Develop.	J.W. Constr.	Polnord	Gant Develop.	Ronson Develop.	LC Corp	Budimex Nieruch.
Doświadczenie rynkowe	++++	+++++	+++++	++++	++++	++++	+++	++++
Atrakcyjność obecnych projektów	++++	++++	+++	+++	++++	+++++	+++	+++
Atrakcyjność przyszłych projektów	++++	++++	+++	+++	+++	++++	+++	++++
Działalność w segmencie komercyjnym	-	-	+	+	+	-	+	-
Firma budowlana	+	-	+	+	+/-	-	-	+
Przygotowanie projektów do uruchomienia	+++++	+++++	++	++++	+++	++++	++	++
Doświadczenie zarządu i rady nadzorczej	++++	++++	++++	+++	+++	++++	+++	b.d.
Cena zakupu gruntów	++++	+++	++++	++++	++	+++	++	++++
Wyniki sprzedaży lokali	+++++	+++++	+++++	+++	+++	+++	+++	+++
System sprzedaży 10/90	-	-	+/-	+/-	+/-	-	-	+/-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Przewagi wynikające z posiadania własnego wykonawstwa

Grupa Robyng zajmuje się generalnym wykonawstwem, co pozwala na minimalizację kosztów wytworzenia inwestycji. Robyng Construction sam kontraktuje podwykonawców i prowadzi własne projekty, tak na rynku warszawskim, jak i trójmiejskim. Pozwala to spółce lepiej radzić sobie na rynku w sytuacji, gdy rosną koszty budowy, a wraz z nimi oczekiwania generalnych wykonawców. Projekty inwestycji Robynga są bardzo dobrze przygotowane, w efekcie, spółka

jest w stanie dobrze kontrolować budżety kosztowe (prace dodatkowe, nie objęte projektem, nie przekraczają 2% kosztów budowy). Potencjalne oszczędności z posiadania firmy to w średnim i długim terminie około 3% marży EBIT generalnego wykonawcy. Oszczędności te mogą być większe w środowisku dużych zmian kosztów budowy. Historycznie, koszty budowy inwestycji Robyga były jednymi z niższych na tle branży. Robyga może również świadczyć usługi budowlane firmom zewnętrznym. W 2010 roku podpisane zostały umowy dotyczące realizacji inwestycji dla jednego z akcjonariuszy, Nanette, w Warszawie (umowy na zarządzanie, budowę, sprzedaż lokali oraz umowy licencyjne). W przyszłości Robyga mógłby również oferować usługi generalnego wykonawstwa innym deweloperom.

Historyczne oraz planowane koszty budowy inwestycji Robyga

Inwestycja	Koszt budowy (PLN/PUM)	Rozpoczęcie budowy	Zakończenie budowy	Standard
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki etap 3	3600	Q3 2006	Q4 2007	Apartamenty
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki etap 9	3700	Q3 2006	Q2 2008	Apartamenty
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki etap 4	4250	Q2 2007	Q1 2009	Apartamenty
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki etap 6	3450	Q2 2008	Q1 2010	Apartamenty
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki etap 8-10 (P)	3000	Q3 2010	Q4 2011	Apartamenty
Szczęśliwy Dom, etapy 1-3	4080	Q4 2006	Q4 2007/Q3 2008	Podwyższony
Osiedle Zdrowa, etap 1	4100	Q1 2007	Q2 2008	Podwyższony
Osiedle Zdrowa, etap 4	2700	Q2 2009	Q4 2010	Podwyższony
Osiedle Zdrowa, etap 5 (P)	2700	Q3 2010	Q4 2011	Podwyższony
City Apartments, etap 1	3800	Q4 2007	Q4 2009	Apartamenty
City Apartments, etap 2 (P)	3200	Q4 2010	Q1 2012	Apartamenty
Słoneczna Morena, etap 1a (domy)	2050	Q3 2009	Q4 2010	Domy
Słoneczna Morena, etap 1a (wille)	2750	Q1 2010	Q1 2011	Apartamenty
Słoneczna Morena, etap 2 (P)	2700	Q3 2010	Q4 2011	Podwyższony
Lawendowe Wzgórza, etap 1	2300	Q3 2009	Q4 2010	Popularny -

Źródło: DI BRE Banku S.A., Robyga; dane z wyłączeniem kosztu infrastruktury zewnętrznej i projektu architektonicznego;

Historia działalności na rynku deweloperskim

Historia Grupy Robyga sięga 2000 roku, kiedy to poprzednicy prawni spółki stali się współinwestorami Prokomu w projekcie Miasteczko Wilanów w Warszawie. Spółki akcjonariuszy Robyga z Izraela były pierwszym współinwestorem w tej lokalizacji. Po zdobyciu niezbędnych pozwoleń, w 2002 roku rozpoczęła się budowa I etapu projektu Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki. W 2004 roku jeden z głównych akcjonariuszy spółki, Nanette Real Estate Group, zrealizował projekt mieszkaniowy w Warszawie na Ursynowie (przy ul. Alternatywy). W latach 2005/2006 poprzednicy prawni spółki pozyskali nowego inwestora finansowego – fundusze private equity Lehman Brothers Real Estate Partners (LBREP). W latach 2007/2008 miała miejsce reorganizacja Grupy, w ramach której w marcu 2007 roku powstała obecna spółka dominująca, jako główna jednostka holdingowa na potrzeby utworzenia Grupy. W latach 2007-2009 spółki celowe, powołane do realizacji projektów deweloperskich, zostały wniesione do spółki dominującej. Grupa Robyga, jej spółki zależne i jej poprzednicy prawni do tej pory zbudowali 1522 lokale w tym 6 etapów projektu Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki w dzielnicy Wilanów w Warszawie, 3 etapy projektu Szczęśliwy Dom w dzielnicy Ochota w Warszawie, 1 etap projektu City Apartments w dzielnicy Żoliborz w Warszawie oraz jeden etap projektu Osiedle Zdrowa w dzielnicy Wilanów w Warszawie.

Wyniki sprzedaży i wielkość oferty Grupy Robyga

Robyga na tle branży deweloperskiej charakteryzuje się jednymi z najlepszych wyników sprzedaży lokali (efektywność sprzedaży na poziomie zbliżonym do 20%, w Q2 2010 nawet 27,5%). Naturalny poziom efektywności sprzedaży to około 17% (odpowiednik 1,5 rocznego cyklu budowy). W Q2 2010 efektywność sprzedaży w Dom Development wyniosła 24%, w Q1 2010 zaś 29%. Sama liczba sprzedanych lokali pozostaje co do wartości niższa, niż w Dom Development, czy J.W. Construction, wynika to jednak z mniejszej oferty lokali dewelopera. Obecnie, wraz z rozpoczęciem trzech nowych inwestycji w Gdańsku, można oczekiwać wzrostu wyników sprzedaży. Warto zwrócić uwagę, że Robyga charakteryzuje się bardzo dobrymi wynikami sprzedaży pomimo lokalizacji dwóch projektów na terenie konkurencyjnego Miasteczka Wilanów. Na korzyść spółki na tle konkurencji działa kilka kluczowych czynników – korzystna cena, bardzo dobre projekty, precyzyjnie dostosowane do oczekiwań rynku, aktywna polityka sprzedaży, elastyczna polityka cenowa. Najlepiej sprzedaje się projekt Osiedle

Zdrowa – przykładowo, w Q2 2010 spółka sprzedała 1/3 lokali w nowym, 3 etapie inwestycji (przy braku dużych upustów i transakcji pakietowych). Ze względu na stosowany proporcjonalny system płatności za lokale, Robygz nie ma problemów ze zwrotami lokali. Przykładowo, kiedy w Q2 2010 spółka sprzedała 190 lokali, odnotowany został jedynie 1 zwrot (sprzedaż brutto: 191 mieszkań). W wynikach sprzedaży Q2 2010 nie występowały transakcje pakietowe. W najtrudniejszym dla branży Q1 2009, Robygz zanotował jedynie 5 zwrotów, przy 46 sprzedanych lokalach. Celem na rok 2010 jest sprzedaż około 600 lokali (287 sprzedane po I półroczu).

Wyniki sprzedaży mieszkań Robygz na tle konkurencyjnych firm (liczba lokali)

Spółka	Wyniki sprzedaży	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010
Dom Development	netto	106	156	230	300	343	310 *
J.W. Construction	brutto	120	191	257	261	286	270
Gant Development	netto	171	177	113	75	167	235
Polnord	netto	47	127	108	113	129	150 **
Ronson	netto	57	63	78	66	85	73
Robygz	netto	46	98	80	65	97	190
Robygz	brutto	51	102	88	69	103	191

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * szacunki DI BRE; ** dane szacunkowe na podstawie artykułu prasowego

Wyniki sprzedaży i wielkość oferty Robygz (liczba lokali)

Projekt	Spółka celowa	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010
Wyniki sprzedaży mieszkań i lokali użytkowych wg projektów (sprzedaż netto)							
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	Robygz Development	23	39	30	14	31	31
Osiedle Zdrowa	Robygz Wilanów II	12	28	25	20	16	77
City Apartments	Robygz City Apartments	11	31	26	27	32	57
Szczęśliwy Dom	Robygz Park	0	0	-1	0	5	0
Słoneczna Morena	Robygz Morena	-	-	-	1	3	6
Lawendowe Wzgórze	Robygz Jabłoniowa	-	-	-	3	10	19
Suma		46	98	80	65	97	190
Oferta mieszkań i lokali użytkowych w projekcie							
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	Robygz Development	192	153	127	113	311	280
Osiedle Zdrowa	Robygz Wilanów II	136	123	98	78	62	146
City Apartments	Robygz City Apartments	201	170	144	117	85	254
Szczęśliwy Dom	Robygz Park	6	6	7	7	2	2
Słoneczna Morena	Robygz Morena	-	-	-	7	17	71
Lawendowe Wzgórze	Robygz Jabłoniowa	-	-	-	90	80	71
Suma		535	452	376	412	557	824
Efektywność sprzedaży mieszkań i lokali użytkowych w projekcie (%) *							
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	Robygz Development	11,3%	22,6%	21,4%	11,7%	14,6%	10,5%
Osiedle Zdrowa	Robygz Wilanów II	8,6%	21,6%	22,6%	22,7%	22,9%	74,0%
City Apartments	Robygz City Apartments	5,3%	16,7%	16,6%	20,7%	31,7%	33,6%
Słoneczna Morena	Robygz Morena	-	-	-	14,3%	25,0%	13,6%
Lawendowe Wzgórze	Robygz Jabłoniowa	-	-	-	3,3%	11,8%	25,2%
Średnia		8,3%	19,9%	19,3%	16,5%	20,0%	27,5%

Źródło: Robygz; * stosunek wielkości sprzedaży do średniej wielkości oferty w danym kwartale

Zarząd, akcjonariat oraz struktura finansowania Grupy Robygz
Zarząd Robygz Development

Członkowie zarządu spółki mają bogate, wieloletnie doświadczenie z zakresu działalności w branży deweloperskiej. Prezes Robygz, p. Zbigniew Okoński, w latach 1998-2007 był wiceprezesem Prokom Investments. W Prokomie prezes Okoński odpowiedzialny był za stworzenie segmentu deweloperskiego grupy Prokom, a także realizację inwestycji grupy w ramach Miasteczka Wilanów. Kariera zawodowa obecnego wiceprezesa zarządu i dyrektora

finansowego Robyga, p. Artura Ceglarza, również związana była z działalnością Grupy Prokom. Trzecim członkiem zarządu Robyga jest p. Eyal Keltsh. Pan Keltsh w latach 1994-2008 pełnił rolę dyrektora niewykonawczego w spółkach należących do grupy kapitałowej Kardan Investment (największy akcjonariusz GTC). Prezes rady nadzorczej, p. Oscar Kazanelson, posiada ponad 30-letnie doświadczenie w branży deweloperskiej. Pan Kazanelson aktywnie angażuje się w działalność Robyga, jest też obecnie prezesem jednego z akcjonariuszy Robyga, firmy Nanette oraz prezesem jednego z akcjonariuszy Nanette, grupy Olimpia. Olimpia historycznie wybudowała w Izraelu ponad 2500 mieszkań oraz oddała do użytku ponad 250 tys. m² powierzchni biur.

Akcjonariat Robyga

Akcjonariusz	Liczba akcji	Akcjonariat Robyga
Nanette Real Estate Group N.V.	76.362.604	34,97%
ROBYG B.V.	31.037.396	14,21%
LBPOL William II S.a.r.l.	107.400.00	49,18%
Pozostali Akcjonariusze	3.590.000	1,64%
Ogólna liczba Akcji	218.390.000	100,00%

Źródło: Robyg

Dwie kategorie akcjonariuszy: inwestor branżowy

Nanette Real Estate Group to spółka zarejestrowana w Holandii, której głównymi akcjonariuszami są deweloperzy z siedzibą w Izraelu: Olimpia Real Estate Holding i Meshulam Levinstein Contracting & Engineering. Grupa Nanette powstała w 2000 roku i specjalizuje się w realizacji projektów deweloperskich na terenie CEE, w tym w Polsce, Rumunii, Holandii, na Węgrzech i na Ukrainie. Około 65% działalności Grupy jest prowadzone w Polsce za pośrednictwem Grupy Robyg. Obligacje Nanette Real Estate notowane są na giełdzie w Tel-Awivie. Od dłuższego czasu Midroog utrzymuje rating obligacji na poziomie Baa (najniższy rating wśród papierów o charakterze inwestycyjnym). Nanette posiada 2 serie obligacji na kwotę około 55 mln EUR, do spłaty w 2015 i 2016 roku. Nanette należy traktować jako inwestora branżowego, z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym. Dla Nanette Polska jest obecnie najlepszym rynkiem regionu CEE, na którym firma widzi sens intensyfikacji działalności.

Dwie kategorie akcjonariuszy: inwestorzy finansowi

W latach 2005/2006 do grona akcjonariuszy Robyga dołączyły fundusze Lehman Brothers Real Estate Partners (LBREP). Największe inwestycje funduszy w Robyga miały miejsce w 2007 roku. LBREP to globalne fundusze private equity, wyspecjalizowane w inwestycjach na rynku nieruchomości, w Ameryce Północnej, Azji i Europie. Do Lehman Brothers w upadłości należy mniej, niż 20% udziałów w funduszach. Pozostałe ponad 80% udziałów posiadają inni inwestorzy instytucjonalni. Przed upadłością, funduszami zarządzana spółka zależna Lehman Brothers, obecnie firma została wykupiona bezpośrednio przez osoby wcześniej zarządzające grupą funduszy w Lehman Brothers. Horyzont inwestycyjny LBREP w przypadku Robyga to obecnie około 5-7 lat. Fundusze LBREP mają charakter inwestora finansowego. LBREP nie uczestniczy aktywnie w zarządzaniu spółką, utrzymuje jednak aktywnie nadzór nad działaniami zarządu i ma decydujący głos w najważniejszych dla spółki decyzjach. Fundusze LBREP nie są zainteresowane w najbliższym czasie sprzedażą akcji Robyga. Nanette i LBREP obowiązuje 12 miesięczny lock-up, a także umowa pomiędzy akcjonariuszami wymagająca zgody drugiej strony na sprzedaż akcji. Pozostali akcjonariusze mniejszościowi Robyga to prezes Nanette i szef rady nadzorczej Robyga, p. Oscar Kazanelson oraz wiceprezes zarządu i dyrektor finansowy Robyga, p. Artur Ceglarz.

Struktura finansowania działalności Grupy Robyg

Struktura finansowania Grupy składa się z kapitału własnego, kredytów bankowych, pożyczek podporządkowanych i kapitału mniejszości (w tym kapitału mniejszości o charakterze instrumentu kapitałowego). Spółka posiada 3 banki finansujące – Millennium, Nordea i BZ WBK. Struktura finansowania Grupy za pośrednictwem pożyczek podporządkowanych i kapitału mniejszości ma swe źródło w historii Robyga. Pożyczki podporządkowane zostały udzielone bezpośrednio spółkom celowym Robyga, w związku z tym ich przeniesienie do Robyga byłoby znacząco utrudnione. W 2010 roku część kapitałów pożyczek podporządkowanych (101 mln PLN) została przekwalifikowana na instrument kapitałowy (kapitał mniejszości), pozwalając spółce kontrolować proces spłaty zobowiązań i istotnie zmniejszyć ryzyko. Odsetki od instrumentu kapitałowego są kapitalizowane w postaci kapitałów mniejszości i będą podlegać spłacie w przyszłości. W połowie 2010 roku Robyg również dokonał konwersji części pożyczek podporządkowanych udzielonych spółce-matce przez Nanette i LBREP na kapitały własne (40 mln PLN).

Polityka dotycząca pożyczek podporządkowanych

Pożyczki podporządkowane mają podlegać spłacie w ciągu najbliższych lat, bądź być rolowane na dług bankowy / obligacje. Spółki o zaawansowanych projektach deweloperskich, takie jak Robyg Wilanów II (Osiedle Zdrowa), Robyg Park (Szczęśliwy Dom), czy Robyg City Apartments (City Apartments) są w stanie na bieżąco spłacać pożyczki z przepływów pieniężnych z prowadzonych inwestycji. Dodatkowo, w każdym przypadku, gdy projekt finansuje dług bankowy i pożyczki podporządkowane, banki muszą wyrazić zgodę na spłatę pożyczek podporządkowanych. W efekcie, banki pełnią rolę dodatkowej strony kontrolującej politykę finansowania inwestycji firmy. Poza tym, wyróżnić można grupę pożyczek obejmujących dopiero rozpoczynane inwestycje takie jak Jagodno, czy Marina Tower oraz pożyczki finansujące Robyg S.A. (łącznie 42,4 mln PLN). Docelowo, zarząd chciałby pożyczki te zrefinansować w postaci instrumentów dłużnych.

Kredyty i pożyczki podporządkowane Robyga (stan na 31 sierpnia 2010 roku)

Spółka	Inwestycja	Kredyty bankowe	Pożyczki podporząd.	Instrument kapitałowy (kapitały mniejszości)
Robyg S.A. i MZM Properties			5,5	
Robyg Development	Nowa Rezyd. Królowej Marysiewki	34,9		
Robyg Wilanów II	Osiedle Zdrowa	24,1	13,2	
Robyg Park / MZM	Szczęśliwy Dom			
Robyg Morena / Piekarnicza	Słoneczna Morena	41,5	5,6	20,0
Robyg Jabłoniowa	Lawendowe Wzgórze	60,0	11,7	31,0
Robyg City Apartments	City Apartments	63,2	51,1	
Jagodno Estates	Jagodno		20,8	25,0
Robyg Marina Tower	Marina Tower		36,8	25,0
Robyg Construction	-			
Robyg Marketing i sprzedaż	-			
Suma	-	223,7	144,7	101,0

Źródło: Robyg

Polityka dotycząca dywidend i program motywacyjny

Zgodnie ze strategią spółki, zarząd Robyga w przyszłości zamierza rekomendować WZA wypłatę akcjonariuszom dywidendy na poziomie około 35% zysku netto spółki, wykazanego w przyszłych jednostkowych sprawozdaniach finansowych firmy. W prospekcie Robyg informuje o planach wprowadzenia programu motywacyjnego dla określonych członków zarządu, rady nadzorczej i wybranych pracowników spółki. W ramach programu, Robyg pragnie wyemitować warrandy, uprawniające do objęcia nie więcej niż 5,71 mln akcji Robyga. Cena emisyjna warrantów ma w przypadku członków zarządu i rady nadzorczej odzwierciedlać wartość spółki w wysokości 200 mln PLN, zaś w przypadku wybranych pracowników firmy wynosić 0,1 PLN za sztukę. Emisja pozwalająca na objęcie 1/3 warrantów będzie miała miejsce co roku.

Atrakcyjny bank ziemi Grupy Robyg

Wartość księgowa zapasów a wartość rynkowa

Wartość księgowa banku ziemi deweloperów nie równa jest wartości rynkowej

Wartość zapasów dewelopera jest umownie powiązana z ich wartością rynkową, co związane jest z dość liberalnymi zasadami ich wyceny. Wycena zapasów jest dokonywana po niższej z dwóch wartości: ceny nabycia lub wartości rynkowej. Wycena zapasów gruntowych po wartości rynkowej (naszym zdaniem pseudo-rynkowej) to wynik odpisu, który dokonuje się, gdy oczekiwana rentowność projektu, który mógłby powstać na gruncie, jest niższa od zera. Problem jednak w tym, że rzeczywista wycena rynkowa gruntu wymaga przynajmniej 20% rentowności projektu (tzn. nikt nie kupi gruntu po cenie, która nie gwarantuje godziwego zarobku na realizacji inwestycji). Poniższy przykład ilustruje problem:

Załóżmy, że deweloper kupił grunt na Mokotowie w Warszawie po 5000 PLN/PUM w II połowie 2007 roku. Obecnie koszt budowy inwestycji to 3500 PLN/PUM, zaś koszt finansowania: 500 PLN/PUM. Łączny koszt wynosi 9000 PLN/PUM. Załóżmy, że oczekiwana cena sprzedaży lokali to 8500 PLN/PUM. Znaczący to, że deweloper powinien odpisać część wartości gruntu (500 PLN/PUM). Inny deweloper, chcąc nabyć grunt, oczekiwałby jednak co najmniej 20% marży brutto na inwestycji, co implikuje koszt wytworzenia na poziomie 6800 PLN/PUM. Oznacza to, że wartość gruntu podlegająca odpisowi do faktycznej wartości rynkowej, wyniosłaby 2200 PLN/PUM (prawie 45% ceny zakupu gruntu).

Z drugiej strony, są deweloperzy, którzy nabyli grunty w dalekiej przeszłości. Zasady księgowości nie wymagają aktualizacji wartości gruntów do cen rynkowych. Załóżmy, że ten sam grunt na Mokotowie deweloper nabył 10 lat temu. Załóżmy, że cena historyczna nabycia gruntu to na przykład 100 PLN/PUM. Pozostałe warunki finansowe projektu pozostają na tym samym poziomie. Łącznie daje to koszt wytworzenia na poziomie 4100 PLN/PUM, co przy cenie 8500 PLN/PUM daje marżę na poziomie 52% brutto na sprzedaży. Deweloper, chcąc nabyć grunt, oczekiwałby co najmniej 20% marży brutto na inwestycji, co implikuje koszt wytworzenia na poziomie 6800 PLN/PUM. Oznacza to, że grunt mógłby kosztować 2800 PLN/PUM, tzn. jego wartość rynkowa jest o 2700 PLN/PUM wyższa od wartości księgowej.

Wartość księgowa banku ziemi deweloperów: wnioski

Najważniejszym wnioskiem jest to, że do oceny dewelopera konieczna jest znajomość struktury zapasów, w tym wartości księgowych gruntów. Jest to ważne tak z punktu widzenia wyceny, jak i prognoz wyników finansowych (rentowności projektów). W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że deweloperzy, którzy nabyli grunty przed 2006 rokiem mogliby teoretycznie sprzedać je po wartości wyższej, niż wartość księgowa. Sprzedaż większości gruntów nabytych w 2007 i 2008 roku wiązałaby się z uzyskaniem ceny niższej, niż wartość księgowa. Warto zwrócić uwagę, że o cenie nabycia gruntu przeważnie decyduje data podpisania umowy przedwstępnej, a nie data podpisania umowy ostatecznej. Wartość księgowa banku ziemi deweloperów takich jak Gant Development, czy LC Corp jest niższa od wartości rynkowej. Wartość gruntów spółek takich jak Impel, czy Instal Kraków jest czysto historyczna i niższa od potencjalnych cen rynkowych. Dość niska jest też wycena księgowa banku ziemi J.W. Construction, zaś umiarkowanie przeszacowana jest wartość księgowa banku ziemi Dom Development (grunty Oaza, Kamienica Raczyńskiego, Goławy).

Bank ziemi Grupy Robyga

Analiza banku ziemi Robyga

Poniżej przedstawiamy bank ziemi Robyga. Bank ziemi spółki został nabyty w większości po atrakcyjnych cenach. Grunty na Wilanowie Robyga nabył w latach 2000/2001. Większość pozostałych gruntów została nabyta w 2006 roku (umowy przedwstępne), przed wzrostem cen działek deweloperskich. Robyga nabył też wybrane grunty w latach 2007-2008, zapłacone ceny nie były jednak zbyt wysokie. W przypadku gruntu pod projekt City Apartments, Robyga był pierwszym deweloperem, który nabył ziemię w tej okolicy (w efekcie, nabył ją taniej, niż konkurencji). Wraz z upływem czasu, Robyga kapitalizował na zapasach gruntowych koszty finansowania, koszty projektowania, infrastruktury oraz opłatę za użytkowanie wieczyste. W efekcie, wycena księgowa gruntów wzrosła. W latach 2007/2008 miała miejsce konsolidacja spółek zależnych, w ramach której powstała Grupa Robyga w obecnym kształcie. W ramach konsolidacji, wycena księgowa dwóch gruntów (City Apartments, Osiedle Zdrowa) została istotnie podniesiona. Podsumowując, efekt konsolidacji spółek zależnych spowodował, że sumarycznie wartość księgowa banku ziemi jest zbliżona do fair value.

Ważniejsze zakupy gruntów dokonane przez Robyga

Nazwa inwestycji	Spółka celowa	Data umowy przedwstęp.	Data umowy zakupu	Pow. m2
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	Robyga Development	2000/2001	2002	83 691
Szczęśliwy Dom	Robyga Park	n/a	2003	13 596
Słoneczna Morena	Robyga Morena, Piekarnicza	2006/2007	2006/2007	126 441
Osiedle Zdrowa	Robyga Wilanów II	2006	2006	51 800
Lawendowe Wzgórza	Robyga Jabłoniowa	2006	2007	136 785
Nieruchomość inwestycyjna	Robyga Jabłoniowa	2006	2007	273 570
Jagodno	Jagodno Estates	2007	2007	54 910
City Apartments	Robyga City Apartments	2007	2007	57 815
Marina Tower	Robyga Marina Tower	2008	2008	21 140
Słoneczna Morena	Robyga Morena	2006/2007	2008/2009	12 130

Źródło: Robyga

Suma zysków jednostkowych jest wyższa od zysków Grupy Robyga

W wyniku konsolidacji Grupy Robyga, wycena części gruntów dewelopera została podwyższona. W efekcie, suma zysku wykazywanego przez spółki celowe Robyga na poziomie jednostkowym jest wyższa, niż zysk Grupy na poziomie skonsolidowanym (sytuacja podobna, jak w przypadku Erbudu i Budlexu). Wyższe zyski na poziomie jednostkowym oznaczają też wysokie przepływy pieniężne. Wysoka rentowność spółek celowych na poziomie jednostkowym to istotna pozytywna wiadomość dla banków, finansujących inwestycje spółki.

Cena zakupu gruntów a ich obecna wartość księgowa (PLN/PUM)

Projekt	Spółka celowa	PUM	Wartość księgowa: PLN/PUM	Cena nabycia PLN/PUM	Kwota wynikająca z konsolidacji
Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki	Robyga Development	22 115	1 290	675	0,0
City Apartments	Robyga City Apartments	77 099	2 350	918	1 300,0
Słoneczna Morena (część 1)	Robyga Morena	27 863	730	603	0,0
Słoneczna Morena (część 2)	Piekarnicza	82 269	730	603	0,0
Osiedle Zdrowa	Robyga Wilanów II	39 182	1 900	618	1 200,0
Lawendowe Wzgórza	Robyga Jabłoniowa	223 323 **	580 *	291 **	0,0
Marina Tower	Robyga Marina Tower	49 047	1 050	911	0,0
Jagodno	Jagodno Estates	22 810	1 575	1450	0,0

Źródło: Robyga; szacunki DI BRE Banku S.A.; szacunki nie uwzględniają pozostałych kosztów kapitalizowanych na zapasach (infrastruktura, projekt architektoniczny); * wyliczenia konserwatywne, zakładające brak zmiany planu zagospodarowania przestrzennego; ** wyliczenia przy założeniu zmiany planu zagospodarowania przestrzennego

Projekty deweloperskie: struktura spółek celowych Robyga

Sądzymy, że analizę Robyga znacząco ułatwia poznanie szczegółów dotyczących spółek celowych. Jest to ważne tak z biznesowego punktu widzenia (poznanie charakterystyk projektów deweloperskich), jak i z punktu widzenia finansowania inwestycji. Szczegóły dotyczące aktywów i pasywów spółek celowych pozwalają naszym zdaniem również czuć się komfortowo ze strukturą finansowania Grupy.

Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki, Robyga Development

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki rozpoczęła się w 2002 roku. Inwestycja zlokalizowana jest na Wilanowie, na rogu ulic Klimczaka i Sarmackiej. Konkurencją dla projektu są inwestycje na Wilanowie o podwyższonym standardzie, m.in. projekty Fadesy Polnordu znajdujące się po drugiej stronie Alei Rzeczpospolitej. Ogólnie rzecz biorąc, konkurencja na Wilanowie jest spora, z drugiej jednak strony, Wilanów oferuje jedne z tańszych mieszkań na lewym brzegu Wisły. Infrastruktura na Wilanowie stopniowo poprawia się (budowa dróg, szkoły, plan budowy centrum handlowego), powstają też biurowce, co może pozytywnie wpłynąć na popyt na mieszkania w dzielnicy w latach przyszłych. Obecnie Robyga rozpoczyna budowę etapu 8-10 inwestycji. Sprzedaż mieszkań już się rozpoczęła. Średnia wielkość mieszkań w najnowszym etapie 8-10 to 73 m², średnią cenę m² w tej lokalizacji szacujemy na około 7200 PLN/m². Obecnie w ofercie w ramach projektu znajduje się 280 lokali. Sprzedaż w Q2 2010 była na poziomie Q1 2010 i wyniosła 31 lokali (efektywność sprzedaży w Q1 2010: 14,6%, w Q2 2010: 10,5%).

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Numer etapu	Liczba lokali *	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m ² mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
1	160	ukończony	Q2 2002	Q4 2004	83	0	0
2	167	ukończony	Q4 2004	Q4 2006	92	1	3
3	122	ukończony	Q3 2006	Q4 2007	103	2	3
4	106	ukończony	Q2 2007	Q1 2009	100	30	34
5	137	PnB	Q1 2012	Q4 2013	77	0	-
6	129	ukończony	Q2 2008	Q1 2010	88	38	60
7	148	projektowany	Q3 2011	Q4 2012	78	0	-
8-10	229	W budowie	Q3 2010	Q4 2011	73	206	229
9	124	Ukończony	Q3 2006	Q2 2008	89	3	4
Suma	1 322						

Źródło: Robyga; * w tym lokale użytkowe

Pozycja finansowa spółki celowej

Finansowanie bankowe projektu składa się z dwóch kredytów z Banku Millennium. Jeden z kredytów, na kwotę 50 mln PLN, to kredyt na zakup gruntu. Wykorzystanie kredytu na I połowę 2010 roku to 24,2 mln PLN, zaś data spłaty kredytu przypada na 31 grudnia 2013 roku. Na podstawie opublikowanej przez spółkę efektywnej stopy procentowej kredytu, marżę

kredytową szacujemy na około 2,5%. Drugi z kredytów to kredyt obrotowy na prace budowlane. Z kredytu na 30 mln PLN, na koniec I połowy 2010 roku spółka wykorzystła 9,3 mln PLN, zaś termin spłaty przypada na 31 grudnia 2013 roku. Marżę odsetkową szacujemy na 2,5%. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 9,1 mln PLN gotówki.

Szczęśliwy Dom, Robyg Park

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Szczęśliwy Dom rozpoczęła się na przełomie 2005/06 roku i zakończyła w 2008 roku. Inwestycja zlokalizowana jest na Ochocie, przy ul. Włodarzewskiej. Do sprzedaży pozostały 2 lokale o średniej powierzchni 86 m². W ramach inwestycji Robygowi pozostała działka o powierzchni 4 479 m², która ma być do 2013 roku wykupiona przez miasto Warszawa (w związku z planem budowy trasy N-S). Zgodnie z operatem szacunkowym przygotowanym przez REAS, wartość gruntu to 8,6 mln PLN (wartość księgową: 2,9 mln PLN). Opatkowaną różnicę pomiędzy wyceną gruntu a jego wartością księgową w wysokości 4,6 mln PLN uwzględniamy jako dodatkowy czynnik zwiększający wycenę Robyga.

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Numer etapu	Liczba lokali *	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m ² mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
1	112	ukończony	2005	Q4 2007	57		
2	112	ukończony	2006	Q4 2007	59		
3	80	ukończony	2006	Q3 2008	59	2	5
Suma	304						

Źródło: Robyg; * w tym lokale użytkowe; średnia powierzchnia mieszkań nie uwzględnia lokali użytkowych

Pozycja finansowa spółki celowej

Projekt nie jest objęty finansowaniem bankowym. Na koniec I półrocza 2010 roku spółka Robyg Park miała zaciągnięte pożyczki podporządkowane na kwotę 1,2 mln PLN i pożyczkę od Robyg S.A. na kwotę 0,7 mln PLN. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 1,7 mln PLN gotówki.

Osiedle Zdrowa, Robyg Wilanów II

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Osiedle Zdrowa rozpoczęła się w 2007 roku. Inwestycja zlokalizowana jest na Wilanowie, przy ul. Zdrowej. Konkurencją dla projektu są inwestycje na Wilanowie o bardziej popularnym standardzie, jak na przykład projekt Dobry Dom Polnordu. Inwestycja Osiedle Zdrowa znajduje się w bardziej peryferyjnej części Miasteczka Wilanów, oferuje jednak atrakcyjne na tle tej lokalizacji ceny oraz małe, najbardziej poszukiwane przez klientów mieszkania. Obecnie Robyg rozpoczyna realizację trzeciego etapu inwestycji. Etapy inwestycji nie są realizowane chronologicznie zgodnie z nadaną im numeracją. Sprzedaż lokali rozpoczęła się w Q2 2010. Średnia wielkość mieszkań w najnowszym etapie 5 to 59 m², średnią cenę m² szacujemy na 6800 PLN/m². Obecnie w ofercie w ramach projektu znajduje się 146 lokali. Sprzedaż w Q2 2010 wyniosła 77 lokali, a w Q1 2010 16 lokali (efektywność sprzedaży w Q2 2010: 74%, w Q1 2010: 22,9%). Duży wzrost wyników sprzedaży w Q2 2010 to efekt wprowadzenia nowego etapu do oferty, który cieszy się dużym zainteresowaniem (bardzo dobry projekt, aktywny marketing). W wynikach sprzedaży Q2 2010 nie było transakcji pakietowych.

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Numer etapu	Liczba lokali *	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m ² mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
1	177	ukończony	Q1 2007	Q2 2008	77	1	6
2	207	planowany	Q3 2011	Q4 2012	76	-	-
3	177	projektowany	Q1 2011	Q2 2012	76	-	-
4	152	w budowie	Q2 2009	Q4 2010	72	41	-
5	161	w budowie	Q3 2010	Q4 2011	59	78	-
Suma	874						

Źródło: Robyg; * w tym lokale użytkowe; ** rozpoczęte prace przygotowawcze; średnia powierzchnia mieszkań nie uwzględnia lokali użytkowych

Pozycja finansowa spółki

Finansowanie bankowe inwestycji składa się z kredytu na kwotę 40 mln PLN, którego wykorzystanie na I połowę 2010 roku wynosiło 12,8 mln PLN. Termin spłaty kredytu to 31 grudnia 2012 roku. Marżę odsetkową na kredycie szacujemy na 2,5%. Realizacja projektu Osiedle Zdrowa było również finansowane z pożyczek podporządkowanych na kwotę 13,3 mln PLN oraz przez Robygn S.A. (4,2 mln PLN). Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 1,3 mln PLN gotówki.

City Apartments, Robygn City Apartments

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji City Apartments rozpoczęła się w 2007 roku. Inwestycja zlokalizowana jest na Żoliborzu, przy ul. Rydygiera, w sąsiedztwie al. Jana Pawła i CH Arkadia. Robygn jest pierwszym z inwestorów w tej lokalizacji i jako jedyna firma ma już w pełni ukończony 1 etap projektu. Konkurencją dla projektu jest rozpoczęta w 2010 roku inwestycja Zielony Żoliborz firmy Turret Development. Ceny oferowane przez obie spółki są zbliżone. W pobliżu projektu znajdują się też grunty innych inwestorów, realizacja tych projektów nie została jednak jeszcze rozpoczęta. Z naszych informacji wynika, że kilka firm posiadających działki w tej lokalizacji nie ma jeszcze pozwolenia na budowę, gdyż negocjuje z miastem opłatę za zmianę przeznaczenia gruntu z przemysłowego na mieszkaniowy. W dodatku, inwestorzy ci kupili grunty znacznie drożej niż Robygn, który kupił tu grunt jako pierwszy (Robygn zapłacił około 900 PLN/PUM, konkurencja – nawet do 4000 PLN/PUM). Inwestycja oferuje apartamenty o dość sporej powierzchni (średnio ponad 70 m²). Pomimo, iż inwestycja nie należy do najbardziej poszukiwanego segmentu lokali popularnych, mieszkania sprzedają się bardzo dobrze. Efektywność sprzedaży Robygn sięga ponad 30%, konkurencyjny Zielony Żoliborz również sprzedaje się bardzo dobrze. Obecnie spółka rozpoczyna realizację 2-ego etapu inwestycji. Średnia wielkość mieszkań w najnowszym etapie 2 to 74 m², średnią cenę m² w inwestycji City Apartments szacujemy na 8000 PLN/m². Obecnie w ofercie w ramach projektu znajduje się 256 lokali. Sprzedaż w Q2 2010 wyniosła 57 lokali, a w Q1 2010 32 lokale (efektywność sprzedaży w Q2 2010: 33,6%, w Q1 2010: 31,7%).

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Numer etapu	Liczba lokali *	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m ² mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
1	233	ukończony	Q4 2007	Q4 2009	84	48	94
2	226	oczekiwane na PnB **	Q4 2010	Q1 2012	74	198	226
3	109	projektowany	Q3 2011	Q4 2012	71	-	-
4	263	projektowany	Q4 2011	Q1 2013	74	-	-
5	173	planowany	Q2 2012	Q3 2013	74	-	-
6	150	planowany	Q4 2012	Q1 2014	74	-	-
7	118	planowany	Q2 2013	Q3 2014	75	-	-
Suma	1272						

Źródło: Robygn; * w tym lokale użytkowe; ** spółka oczekuje na wydanie pozwolenia na budowę, prawdopodobny termin otrzymania PnB: przełom wrzesień/październik 2010; szacunki średniej powierzchni mieszkań nie uwzględniają lokali usługowych

Pozycja finansowa spółki

Finansowanie bankowe inwestycji składa się z dwóch kredytów zaciągniętych w Nordea Bank. Pierwszy z kredytów to kredyt na zakup gruntu. Z kwoty kredytu w wysokości 80 mln PLN na I połowę 2010 roku Robygn wykorzystywał 63,2 mln PLN. Termin spłaty kredytu to 30 grudnia 2013 roku. Marżę odsetkową szacujemy na 2,5%. Drugi z kredytów to kredyt obrotowy na prace budowlane. Z kwoty kredytu w wysokości 55 mln PLN, na koniec I półrocza 2010 roku Robygn wykorzystywał 10,9 mln PLN. Data spłaty kredytu upływa 30 grudnia 2013 roku. Marżę odsetkową kredytu szacujemy na 2,5%. Spółka finansuje się również pożyczkami podporządkowanymi (42,8 mln PLN na koniec 1H2010 roku). Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 9,4 mln PLN gotówki.

Słoneczna Morena, Robygn Morena

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Słoneczna Morena rozpoczęła się w 2010 roku. Inwestycja zlokalizowana jest w dzielnicy Gdańska Piecki – Migowo, przy ul. Piekarniczej. Oferta lokali w dzielnicy jest stosunkowo ograniczona, zaś lokalizacja atrakcyjna. Ceny sprzedaży lokali w dzielnicy są wyższe, niż przeciętne w Gdańsku, zaś efektywność sprzedaży lokali wysoka (ponad 20%).

Inwestycja składa się z 14 etapów. W ramach etapu 1 powstaną domy-bliźniaki i wille miejskie o podwyższonym standardzie. Budowa 1 etapu, w ramach którego powstaną 4 domy-bliźniaki i 13 apartamentów w 2 willach miejskich, już się rozpoczęła. Etap 1 i 2 inwestycji przewiduje budowę budynków mieszkaniowych o różnej wysokości. W Q3 2010 rozpoczęła się budowa budynku mieszkalnego składającego się z 60 lokali. Średnia powierzchnia domów to 170 m², apartamentów – 105 m², zaś mieszkań – 55 m². Łącznie powierzchnia użytkowa budynków jednorodzinnych i willi miejskich ma wynieść 7791 PUM, a budynków wielorodzinnych 105 776 PUM. Średnią cenę sprzedaży lokali w 1 etapie inwestycji szacujemy na 6350 PLN/m², zaś w 2 etapie – około 5600 PLN/m². Obecnie w ofercie w ramach projektu znajduje się 71 lokali, w tym 14 w ramach pierwszej części i 57 w ramach drugiej części. Sprzedaż w ramach projektu w Q2 2010 wyniosła 6 lokali, a w Q1 2010 3 lokale (efektywność sprzedaży w Q2 2010: 13,6%, w Q1 2010: 25,0%). Dane sprzedażowe zaburzone są wprowadzeniem pod koniec Q2 2010 do oferty budynku mieszkaniowego na 60 lokali.

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Numer etapu	Liczba lokali *	Status	Data rozpoczęcia	Data zakończenia	Średnia pow. m ² mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
1	21	w budowie	Q3 2009	Q1 2011	129	14	21
2	60	w budowie	Q3 2010	Q4 2011	56	57	60
3	74	projektowany	Q1 2011	Q2 2012	61	-	-
4	38	projektowany	Q2 2011	Q3 2012	119	-	-
5	63	projektowany	Q2 2011	Q4 2012	69	-	-
6	21	projektowany	Q2 2012	Q2 2013	145	-	-
7	193	projektowany	Q2 2012	Q4 2013	64	-	-
Pozostałe	1 101	planowane	2012+	2014+			
Suma	1 571						

Źródło: Robyg; szacunki średniej powierzchni mieszkań nie uwzględniają lokali usługowych; * rozpoczęcie budowy wkrótce

Pozycja finansowa spółki

Finansowanie bankowe inwestycji składa się z kredytu w banku BZ WBK na zakup ziemi. Z kredytu na kwotę 60 mln PLN, w I połowie 2010 roku Robyg wykorzystał 41,5 mln PLN. Data spłaty kredytu to 30 września 2010 roku. Marżę odsetkową tak jak w pozostałych przypadkach szacujemy na około 2,5%. Sądzymy, że w najbliższym czasie kredyt będzie przedłużony, a jego wartość lekko zwiększona (w celu pokrycia kredytem 2 etapu inwestycji, obecnie w budowie). Spółka otrzymała już od banku term-sheet. Robyg Morena zaciągnęła też pożyczkę w Robyg S.A. na kwotę 30,4 mln PLN. Spółka finansuje się także instrumentem kapitałowym (dług reklasyfikowany na kapitał mniejszości) na 20 mln PLN. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 2,6 mln PLN gotówki.

Lawendowe Wzgórza, Robyg Jabłoniowa

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Lawendowe Wzgórza rozpoczęła się w 2010 roku. Inwestycja zlokalizowana jest w Gdańsku Szadółkach, przy ul. Jabłoniowej. Konkurencją dla projektu są m.in. inwestycje Ekolan „Osiedle Miłe” i „Osiedle Pięciu Wzgórz”. Inwestycja znajduje się w odległości około 1 km od obwodnicy Trójmiasta. Wadą lokalizacji jest stosunkowo bliska odległość (1 km) od miejskiego wysypiska śmieci. Dokuczliwość sąsiedztwa wysypiska śmieci już za rok może ulec znacznemu zmniejszeniu (budowa sortowni, kompostowni, nowoczesnej kwatery na odpady, zamknięcie starej kwatery na odpady). W ramach inwestycji Jabłoniowa, Robyg oferuje głównie małe lokale (średnia powierzchnia 55 m²) po bardzo atrakcyjnej cenie (zgodnie z naszymi szacunkami około 4150 PLN/PUM). Obecna cena jest ceną promocyjną, mającą na celu wypromowanie lokalizacji i osiedla. Ceny lokali w inwestycji stopniowo podnoszone są do góry i można szacować, że ostatecznie 1 PUM będzie w ramach inwestycji kosztował około 4500 PLN. Pomimo, że jest to dopiero pierwszy etap inwestycji, niska cena i duża liczba małych lokali w inwestycji powodują, że mieszkania w ramach projektu Lawendowe Wzgórza sprzedają się bardzo dobrze. W przyszłych etapach inwestycji, poza mieszkaniami popularnymi, powstaną także domy jednorodzinne. Obecnie w ofercie w ramach projektu znajduje się 71 lokali. Sprzedaż w Q2 2010 wyniosła 19 lokali, a w Q1 2010: 10 lokali (efektywność sprzedaży w Q2 2010: 25,2%, w Q1 2010: 11,8%).

Grunt budowlany oraz nieruchomości inwestycyjna

Całkowita powierzchnia gruntu przy ul. Jabłoniowej to 410 355 m², zaś plany zagospodarowania przestrzennego przewidują na gruncie możliwość budowy około 160 tys. PUM. Robyg wniósł wniosek o zmianę planu zagospodarowania, tak, aby na gruncie była

możliwa budowa 229 tys. PUM. Procedura zmiany planu zagospodarowania przestrzennego na części inwestycyjnej gruntu została rozpoczęta w Q1 2010. Robygn oczekuje zmiany planu zagospodarowania na przełomie 2010 i 2011 roku. Grunt podzielony jest na dwie części – jedna z części, obejmująca około 1/3 powierzchni gruntu, to teren, na którym obecnie spółka realizuje projekt Lawendowe Wzgórze. Pozostałe 2/3 gruntu zakwalifikowane jest jako nieruchomość inwestycyjna, wyceniona zgodnie z aktualnym operatem szacunkowym REAS na 91 mln PLN. Robygn liczy, że na gruncie możliwa byłaby budowa około 2500 lokali. Na 1/3 gruntu wchodzącego w skład zapasów ma powstać 1191 mieszkań (76 333 PUM) w 13 etapach, z czego 48 800 PUM będzie realizowane z obecnym planem zagospodarowania przestrzennego.

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Etap/część	Oczekiwana liczba lokali*	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m2 mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
Zapasy	1 191						
w tym etap 1	103	w budowie	Q3 2009	Q4 2010	55	71	103
w tym etap 2	58	projektowany	Q4 2010	Q3 2011	53	-	-
w tym etap 3	48	projektowany	Q2 2011	Q2 2012	51	-	-
w tym etap 4	48	projektowany	Q3 2011	Q3 2012	51	-	-
w tym etap 5	48	projektowany	Q4 2011	Q4 2012	51	-	-
w tym etap 6	90	planowany	Q2 2012	Q3 2013	52	-	-
w tym etap 7	113	planowany	Q4 2012	Q1 2014	52	-	-
w tym etap 8	49	planowany	Q4 2012	Q4 2013	168	-	-
pozostałe etapy	634	planowany	2010+	2012+	-	-	-
Nieruchomość inwestycyjna	ok. 2 500	zmiana planu					
Suma	3 500+						

Źródło: Robygn; * w tym lokale użytkowe

Pozycja finansowa spółki

Finansowanie bankowe inwestycji składa się z kredytu w Nordea Bank. Jest to kredyt na zakup gruntu, spółka w I połowie 2010 roku wykorzystywała pełną wartość kredytu w wysokości 60 mln PLN. Termin spłaty przypada na 31 marca 2014 roku. Marżę kredytu szacujemy na nieco poniżej 2,5%. Spółka otrzymała też decyzję kredytową z banku Nordea w sprawie kredytu finansującego prace budowlane. Wartość kredytu to 18 mln PLN, zaś termin spłaty również przypadałby na rok 2014. Spółka finansuje się też instrumentem kapitałowym (dług reklasyfikowany na kapitał mniejszości) na kwotę 31,0 mln PLN. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 3,6 mln PLN gotówki.

Marina Tower, Robygn Marina
Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Marina Tower nie została jeszcze rozpoczęta. Spółka pozyskała kredyt na finansowanie budowy, jednak zarząd zdecydował się na przeprojektowanie inwestycji, tak aby bardziej odpowiadała ona oczekiwaniom klientów. Prace nad budową 1 etapu inwestycji mają rozpocząć się pod koniec Q4 2010. Inwestycja zlokalizowana jest w dzielnicy Gdańska Przymorze, w odległości 2 km od brzegu morza. Lokalizacja charakteryzuje się średnim na poziomie Gdańska poziomem konkurencji, wskaźnikiem efektywności sprzedaży na poziomie około 15% i ponadprzeciętnym poziomem cen. Pierwszy etap inwestycji ma liczyć 7472 PUM powierzchni mieszkaniowej (156 mieszkań, średnia powierzchnia: 59 m²) i 2365 m² powierzchni handlowej. Średnia powierzchnia lokalu ma wynieść około 60 m², cena sprzedaży lokali szacujemy na 6500-6750 PLN/m². Oczekujemy, że Robygn będzie w stanie sprzedawać kwartalnie 17-20% mieszkań z planowanego pierwszego etapu inwestycji.

Podsumowanie etapów projektu (dane po I połowie 2010 roku)

Etap/część	Oczekiwana liczba lokali*	Status	Data rozpocz.	Data zakończ.	Średnia pow. m2 mieszkań	Lokale do sprzedaży	Lokale do przekazania
etap 1	156	zmiana PnB	Q4 2010	Q3 2012	59	-	-
etap 2	156	planowany	2011/ 2011+	2012+	59	-	-
etapy 3-5	408	planowany	2012+	2013+	72	-	-
Suma	720						

Źródło: Robygn; * w tym lokale użytkowe

Pozycja finansowa spółki

Finansowanie bankowe inwestycji składa się z kredytu na prace budowlane udzielonego przez Bank Millennium w maju 2010 roku. Wartość kredytu to maksymalnie 26 mln PLN. Warunkiem uruchomienia kredytu jest uzyskanie przedsprzedaży 7,5% lokali w inwestycji. Termin zapadalności kredytu to 31 marca 2013 roku. Sądzymy, że marża odsetkowa kredytu nie odbiega od innych zobowiązań dłużnych zaciągniętych w bankach przez Robyg. Spółka finansuje się pożyczkami podporządkowanymi na kwotę 26,2 mln PLN (dane na koniec I półrocza 2010) oraz instrumentem kapitałowym (dług reklasyfikowany na kapitał mniejszości) na kwotę 25,0 mln PLN. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 1,2 mln PLN gotówki.

Jagodno, Jagodno Estates

Lokalizacja, konkurencja i cechy projektu

Realizacja inwestycji Jagodno nie została jeszcze rozpoczęta. Inwestycja znajduje się w dzielnicy Jagodno Wrocławia (południowe obrzeża miasta), na rogu ul. Kościelnej i Buforowej. W maju 2010 roku uchwalony został nowy plan zagospodarowania przestrzennego, który potwierdza możliwość budowy 22 810 PUM na terenach Robyga (około 267 lokali). Z tego 200 lokali, czyli około 12 035 PUM to mieszkania o podwyższonym standardzie, zaś 67 to domy szeregowe i bliźniaki o łącznej powierzchni około 10 775 PUM. W sąsiedztwie nieruchomości Robyga powstaje osiedle Wojszycka Enklawa II. Spółka podpisała umowę o prace projektowe, które obecnie są w toku. Realizację projektu Robyg planuje rozpocząć w 2011 roku. Rozpoczęcie inwestycji jest częściowo uzależnione od decyzji konkurencji. Z punktu widzenia najrozsądniej by było, gdyby Robyg i konkurenci wspólnie sfinansowali rozbudowę infrastruktury. Poza tym, w 2010 roku Robyg pragnie skupić się na uruchomieniu 3 nowych inwestycji w Gdańsku. Sądzymy, że uruchomienie inwestycji w Jagodnie byłoby możliwe w 2011/2012 roku. Z uwagi na to, że priorytetem dla Robyga są nowe inwestycje w Warszawie, nie uwzględniamy inwestycji w prognozach rozpoczynanych inwestycji w 2011 i 2012 roku.

Zakupy dodatkowych gruntów w Jagodnie

Robyg podpisał umowę zakupu gruntu zlokalizowanego w Jagodnie (spółka Buforowa). Z uwagi na to, że Nanette udziela pożyczek właścicielowi gruntu, transakcja klasyfikowana jest jako transakcja z podmiotami powiązаныmi. Zakup gruntu nie jest istotny z punktu widzenia Robyga. Całość powierzchni gruntu objęta umową przedwstępną to 1400 m², w ramach tejże umowy Robyg nabył 1/6 powierzchni gruntu i nie zamierza kupować pozostałych części. Deweloper dąży do wydzielenia zakupionej części gruntu z całości terenu. Robyg nie posiada innych zawartych umów przedwstępnych nabycia nieruchomości.

Pozycja finansowa spółki

Inwestycja nie jest na chwilę obecną objęta finansowaniem bankowym. Spółka finansuje się pożyczkami podporządkowanymi na kwotę 11 mln PLN (dane na koniec I półrocza 2010) oraz instrumentem kapitałowym (dług reklasyfikowany na kapitał mniejszości) na kwotę 25,0 mln PLN. Na koniec I półrocza 2010 spółka posiadała 0,7 mln PLN gotówki.

Projekt Nanette w Warszawie: usługi świadczone przez Robyg

Usługi świadczone przez Robyg oraz sposób rozliczenia

Nanette posiada jeden konkurencyjny do oferty Robyga projekt w Polsce, zlokalizowany w Jelonkach w Warszawie (inwestycja Ogród Jelonki, przy ul. Połczyńskiej). Inwestycja nie została włączona do Grupy Robyg, gdyż w momencie jej formowania nie posiadała warunków zabudowy. Obecnie warunki zabudowy posiada jedynie pierwszy etap inwestycji. Spółki Grupy Robyg podpisały szereg umów na budowę obiektu, zarządzanie procesem inwestycyjnym, sprzedaż mieszkań i udzielenie opłat licencyjnych (inwestycja nazywa się Robyg Ogród Jelonki, ale jest w 100% własnością Nanette). 29 lipca 2010 roku Robyg Construction podpisał umowę na generalne wykonawstwo 1 etapu inwestycji. Za wykonanie prac Robyg Construction będzie przysługiwało wynagrodzenie w wysokości 23,6 mln PLN. Całkowita realizacja projektu ma potrwać 18 miesięcy od daty przekazania placu budowy. Budowa rozpocząć się ma w październiku 2010. Wniosek o pozwolenie na budowę został złożony w lipcu 2010 roku. Potencjalne zyski z realizacji inwestycji Nanette są ograniczone (około 3,6 mln PLN rozłożone na 2 lata), jednak ze względu na to, że transakcja ma charakter transakcji z podmiotami powiązаныmi, poświęcamy jej więcej uwagi. Robyg nie ma zamiaru przejmować inwestycji od Nanette, ani od innych podmiotów powiązanych. Ewentualne transakcje z podmiotami powiązаныmi z Grupy Nanette musiałyby być zaaprobowane przez drugiego kluczowego akcjonariusza (LBREP). W przyszłości Robyg może jednak zarządzać innymi inwestycjami akcjonariuszy, takimi jak kolejne etapy projektu Ogród Jelonki, jak i inwestycja biurowa spółki Olimpia Real Estate na Wilanowie, o powierzchni 37 tys. m² (Olimpia posiada około 30% akcji Nanette). Ceny usług świadczonych podmiotom powiązаныm są kalkulowane na poziomie rynkowym.

Szacunkowe wyniki z zarządzania i budowy obiektu

Całkowita powierzchnia inwestycji Ogród Jelonki to 31 tys. PUM (515 mieszkań), z czego 1 etap liczy 7 869 PUM (135 lokali). Przy cenie usługi budowlanej w wysokości 23,6 mln PLN, daje to koszt budowy na poziomie około 3000 PLN/PUM. Zważywszy na popularny standard inwestycji i niskie koszty własne spółki budowlanej Robyga, jest to poziom realny. Marżę brutto na kontrakcie można szacować na 7%. Robyg nie zamierza w poczet przychodów księgować całej wartości kontraktu, lecz jedynie samą marżę (przychody z kontraktu = 7% jego wartości = zysk brutto na kontrakcie). Przychody z zarządzania inwestycją Robyg kalkuluje na poziomie do 5% kosztu projektu, które w przypadku 1 etapu można szacować na 37 mln PLN. Przyjmujemy koszty zarządzania na poziomie 0,9% kosztu inwestycji, co daje wynik Robyga na poziomie 4,1% kosztu inwestycji. Umowy przewidują także wynagrodzenie w wysokości 1,5% przychodów sprzedaży w zamian za świadczenie usług sprzedaży mieszkań oraz w wysokości 0,5% przychodów w formie opłat licencyjnych. W przypadku sprzedaży, koszty można szacować na 40% przychodów (wynagrodzenie netto = 0,9% wartości przychodów ze sprzedaży). Przychody z 1 etapu inwestycji szacujemy na 47,4 mln PLN (przyjmujemy ceny sprzedaży na poziomie 6000 PLN/PUM).

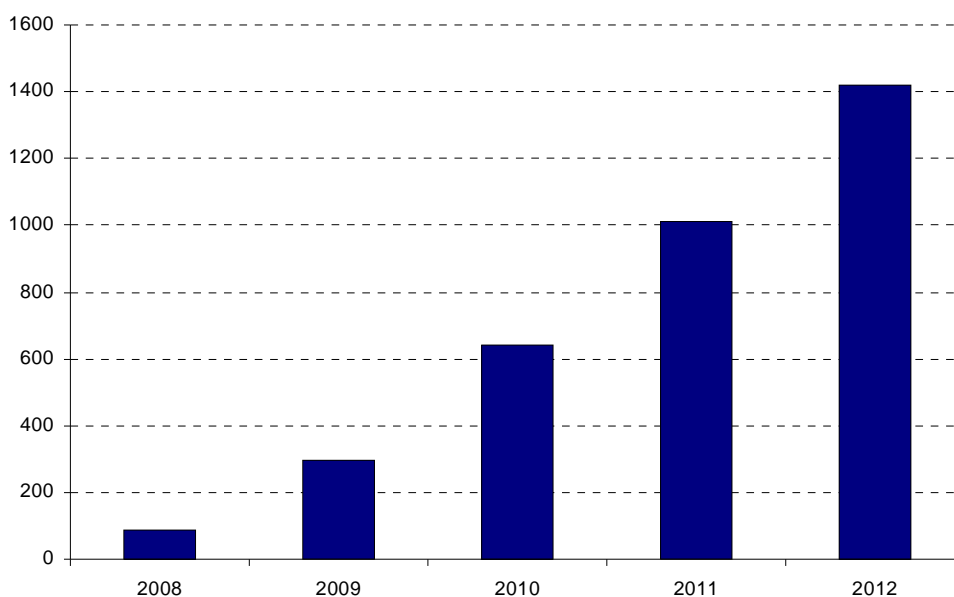
Szacunkowe zyski z prowadzenia 1 etapu inwestycji Nanette (mln PLN)

Podstawa naliczenia	Wartość	Świadczone usługi	% należny Robygowi	Kwota należna Robygowi
Koszty budowy	23,6	Budowa	7,0%	1,7
Całkowity koszt inwestycji	37,0	Zarządzanie *	4,1%	1,5
Szacowane przychody	47,4	Sprzedaż	0,9%	0,4
Szacowane przychody	47,4	Opłaty licencyjne	0,5%	0,2
Suma				3,8

Źródło: Robyg; * w tym księgowość i najem

Oczekiwane wyniki sprzedaży Robyga

Liczba sprzedanych mieszkań w latach 2008-2012P



Źródło: DI BRE Banku S.A.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio publikowane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje Robyg w ofercie publicznej.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. opowiadające do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.