

Grupa Robyg – analiza spółki, 23 stycznia 2015 r.

---

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.blogspot.com](http://rynekobligacji.blogspot.com)*

## **Podsumowanie**

Grupa Robyg jest liderem rynku deweloperskiego w Polsce. W 2014 roku sprzedała 2118 mieszkań, przede wszystkim w Warszawie, ale także w Gdańsku.

Grupa została utworzona w 2008 roku. Od 2010 roku notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a jej kapitalizacja to ponad 550 mln zł. Obligacje i akcje Robyg znajdują się w portfelach wielu funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych.

Grupa co roku zwiększa liczbę sprzedanych mieszkań, co ma wpływ na systematyczny wzrost przychodów ze sprzedaży. M.in. poprzez spadek marży na sprzedaży, nie ma on bezpośredniego przełożenia na wzrost zysku netto, chociaż ten można określić jako solidny (25-30 mln zł rocznie). Niestety (dla obligatariuszy) większość zysku wypłacana jest akcjonariuszom w formie dywidendy.

Grupa Robyg działa bardzo efektywnie. Zdecydowana większość oferowanych mieszkań znajduje swoich nabywców już w momencie budowy (a część nawet przed jej rozpoczęciem), co z kolei dodatkowo zwiększa bezpieczeństwo działalności grupy.

Dywersyfikacja projektów zarówno pod kątem lokalizacji (Warszawa, Gdańsk), jak i docelowych segmentów odbiorców (premium, standard), w połączeniu z ostrożną polityką finansową, jest kolejnym elementem, który powoduje, że grupę można oceniać jako emitenta obligacji stosunkowo bezpiecznego, co zresztą potwierdzają wyceny i rentowności obligacji notowanych na Catalist.

Robyg to kolejny deweloper, który utrzymuje wysokie salda środków finansowych na rachunkach bankowych, które to środki z nawiązką wystarczają na spłatę krótkoterminowych zobowiązań finansowych. Struktura finansowania jest odpowiednia i bezpieczna dla działalności grupy.

Czynników ryzyka należałoby upatrywać w sytuacji makroekonomicznej (spadek cen, ilości sprzedawanych mieszkań) oraz konkurencji, czyli zbyt dużego wzrostu podaży mieszkań.

Wśród czynników ryzyka dotyczących samej grupy, warto wymienić wartość postępowań sądowych, toczących się wobec Robyg. Łączna kwota roszczeń wobec Robyg na 30 września 2014 roku wynosiła 69 mln zł (52,5 mln zł na 31 grudnia 2014 r.), przy czym grupa utworzyła rezerwy na poczet tych roszczeń w kwocie 13,4 mln zł. Pewna część roszczeń związana jest z pokryciem kosztów usunięcia wad i usterek w projektach mieszkaniowych i dotyczy Wspólnoty Mieszkaniowej „Marysieńka” (projekt „Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki”), Wspólnoty Mieszkaniowej „Villa Nova”. Rosnąca wartość spraw sądowych może świadczyć o dążeniu do maksymalizacji zysku kosztem jakości oferowanych produktów i, w przypadku niedostatecznego pokrycia rezerwami, w przyszłości negatywnie oddziaływać na wyniki grupy.

### ***Historia, przedmiot działalności, akcjonariat, zarząd***

Spółka Robyg została zawiązana 14 marca 2007 roku, natomiast utworzenie grupy (poprzez konsolidację spółek celowych) miało miejsce w 2008 roku. Jednak niektóre z podmiotów wchodzących w skład grupy prowadzą działalność już od 2002 roku.

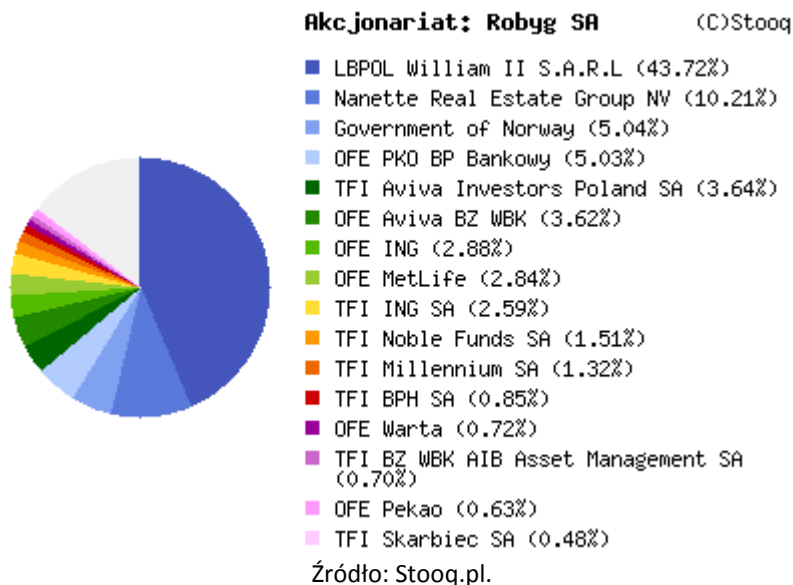
Przedmiotem działalności grupy jest budowa i sprzedaż mieszkań. Grupa działa przede wszystkim w Warszawie i Gdańsku, a przygotowuje się do inwestycji we Wrocławiu.

Głównymi akcjonariuszami spółki są: spółka należąca do funduszy z grupy LBREP, tj. **LBPOL William II S.A.R.L.** oraz **Nanette Real Estate Group**.

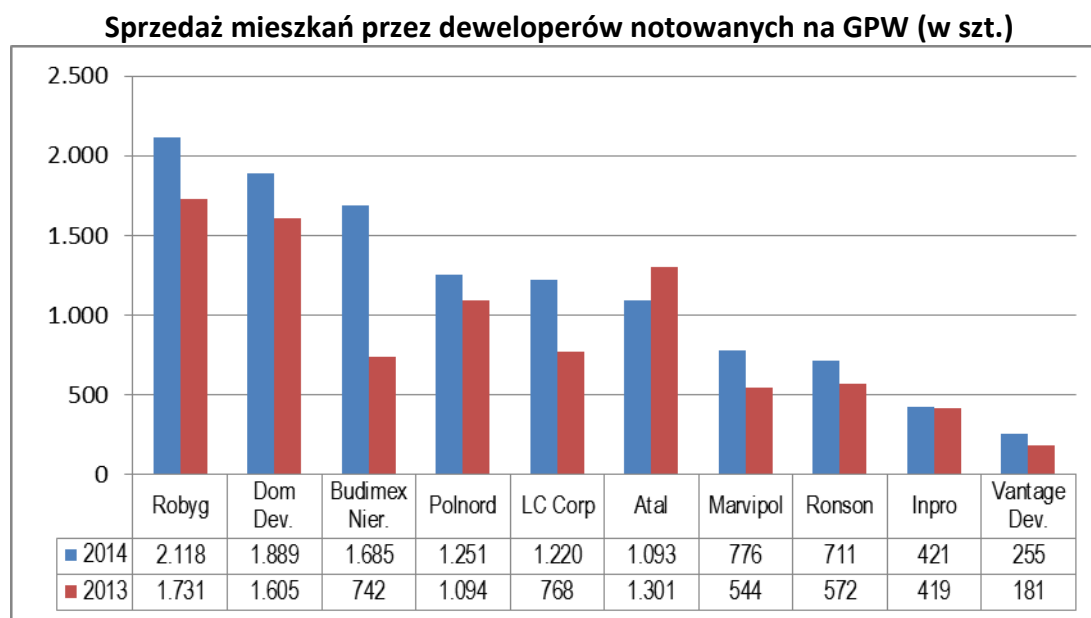
LBREP (właściciel LBPOL William) to globalne fundusze typu private equity, wyspecjalizowane w inwestycjach na rynku nieruchomości, przede wszystkim w Ameryce Północnej, Azji i Europie, które w 2010 roku (data sporządzenia prospektu dla emisji akcji przez Robyg) dysponowały kapitałem wynoszącym około 5 mld USD.

Nanette Real Estate Group to spółka zarejestrowana w Holandii, której głównymi akcjonariuszami są notowani na giełdzie papierów wartościowych w Tel Avivie deweloperzy z siedzibą w Izraelu: Olimpia Real Estate Holding Ltd. i Meshulam Levinstein Contracting & Engineering Ltd. (źródło: prospekt emisyjny przy emisji akcji, 2010 rok).

W akcjonariacie spółki znajduje się wiele funduszy:



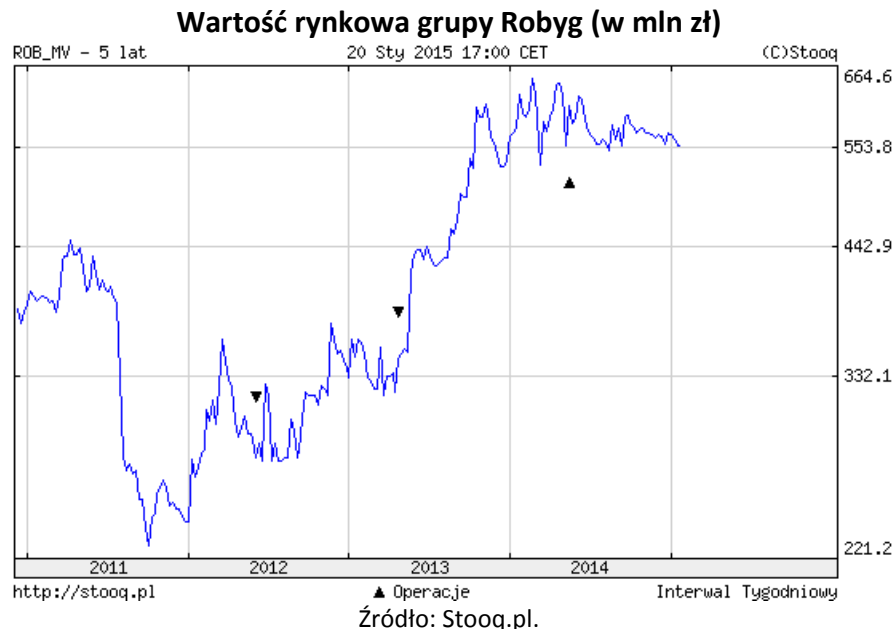
Robyg jest liderem pod względem liczby sprzedanych mieszkań w Polsce. W 2014 roku sprzedał ich ponad 2100.



Źródło: Money.pl.

Grupa tworzy spółki celowe do realizacji poszczególnych projektów deweloperskich – ułatwia to kontrolę rentowności oraz ogranicza ryzyko działalności.

Spółka Robyg od 2010 roku notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jej obecna wartość rynkowa to około 566 mln zł.



Zarząd spółki stanowią:

- **Zbigniew Okoński** – prezes zarządu. Ciekawostka – od marca do grudnia 1995 roku był ministrem obrony narodowej. W latach 1998-2007 był wiceprezesem zarządu Prokom Investments SA, odpowiedzialnym m.in. za stworzenie segmentu deweloperskiego grupy kapitałowej PI, a w szczególności za realizację inwestycji tej grupy w ramach tzw. Miasteczka Wilanów. W okresie od sierpnia 2006 roku do lipca 2007 roku był prezesem zarządu Polnord SA, odpowiedzialnym za restrukturyzację grupy z działalności budowlanej na deweloperską. Od 2007 roku do chwili obecnej jest prezesem zarządu Robyga.
- **Artur Ceglarz** – wiceprezes zarządu. Od 2001 do 2007 roku pełnił funkcję menadżera finansowego projektu Miasteczko Wilanów w Prokom Investments SA. Od 2001 do 2006 był jednocześnie członkiem zarządu Robyg Development, odpowiedzialnym za sprawy finansowe. Od 2007 roku jest wiceprezesem zarządu Robyga, odpowiedzialnym za finanse, raportowanie i kontroling. Posiada m.in. dyplomy CFA (chartered financial analyst), FRM (Financial Risk Manager) oraz ACCA.
- **Eyal Keltsh** – wiceprezes zarządu, Izrael – członek zarządu od maja 2009 roku.

Audytorem grupy jest renomowana spółka Ernst & Young Audyt Polska. Opinie audytora za 2013 rok wydane są „bez zastrzeżeń”.

## Analiza finansowa

Tytułem wstępu zaznaczmy, że od 2014 roku w Robygu nastąpiła zmiana w księgowaniu wspólnych przedsięwzięć (MSSF11). W uproszczeniu, wcześniej grupa prezentowała przypadający na nią procentowy udział we wspólnym przedsięwzięciu dla wartości zapasów, kredytów, przychodów, itp., w swoim bilansie i rachunku wyników. Obecnie, w uproszczeniu, grupa wyłącza te wartości, a prezentuje swój udział w przedsięwzięciu w pozycji bilansowej „inwestycje wyceniane metodą praw własności”.

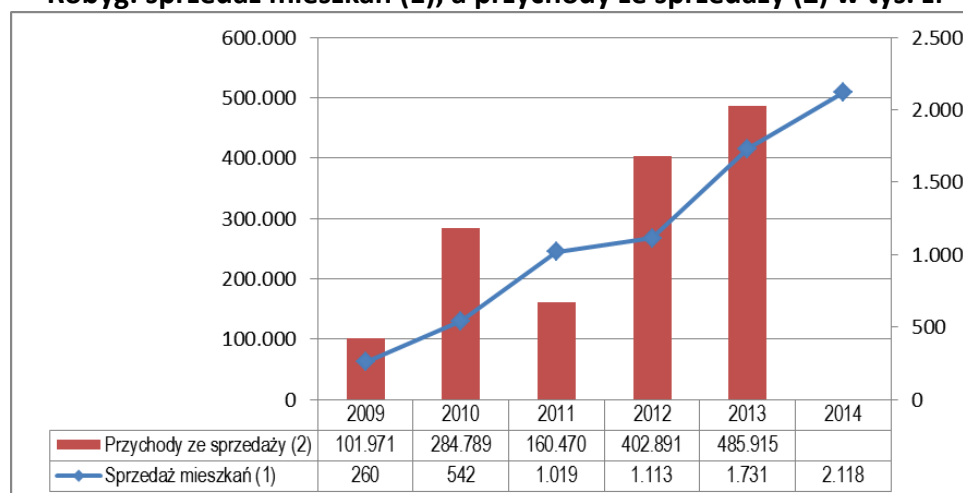
Raport grupy za III kwartał 2014 prezentuje dane według nowego ujęcia, a dla celów porównawczych zostały w nim odpowiednio przekształcone wyniki za 2013 rok, które różnią się zatem od tych zaprezentowanych w raporcie rocznym (w niektórych aspektach nawet dość istotnie). W niniejszej analizie za wyniki 2013 roku przyjąłem te po przekształceniu i taką formę prezentuję, gdyż bardziej interesuje mnie bezpośrednie porównanie danych 2013-2014, niż roku 2013 z poprzednimi latami.

## Analiza rachunku wyników

### *Przychody ze sprzedaży*

Podobnie jak u innych deweloperów, w przypadku Robyga przychody ze sprzedaży w rachunku wyników pojawiają się z chwilą przekazania mieszkania kupującemu (przeniesienia ryzyka na kupującego). W efekcie mamy dwie kategorie liczb: **mieszkania sprzedane (1)**, rozumiane jako decyzja klienta o zakupie (umowa wstępna, zaliczka) i **mieszkania sprzedane (2)**, rozumiane jako pozycja w rachunku wyników – efekt faktycznego przekazania mieszkania, które może mieć miejsce dużo później, niż sprzedaż (1). Siłą rzeczy, w zależności od stopnia przedsprzedaży, przychody w rachunku wyników są efektem wcześniejszej pracy spółki.

**Robyg: sprzedaż mieszkań (1), a przychody ze sprzedaży (2) w tys. zł**

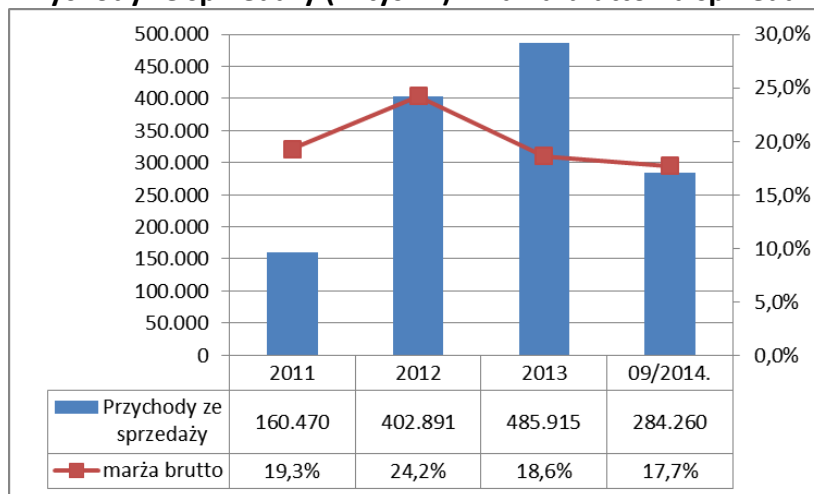


Źródło: raporty spółki. Liczba sprzedanych mieszkań za 2009 rok przybliżona.

Dla przykładu, znaczący wzrost sprzedanych (1) mieszkań w 2011 roku (z 542 do 1019), znalazł odzwierciedlenie w przychodach 2012 roku (wtedy zapewne została oddana większość inwestycji kupionych przez klientów rok wcześniej). Podobnie będzie teraz – rekordowe wyniki sprzedanych (1) w 2014 mieszkań w pełni będą widoczne w bardzo dobrych wynikach finansowych roku 2015.

Pokazuje to poniższy wykres, pomimo rekordów sprzedanych mieszkań w 2014 roku (2118), przychody grupy po dziewięciu miesiącach stanowią zaledwie 58,5% przychodów roku 2013.

**Przychody ze sprzedaży (w tys. zł) i marża brutto na sprzedaży**

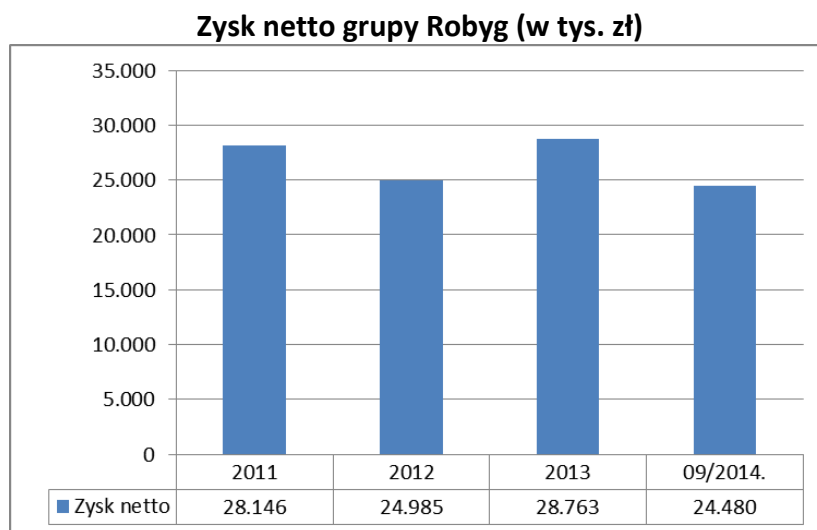


Źródło: raporty finansowe grupy.

Zdecydowanie największą sprzedaż (i zysk brutto na sprzedaży) grupa osiąga ze sprzedaży mieszkań w Warszawie. Drugim miastem jest Gdańsk. Obecnie brak przychodów osiągniętych w trzecim deklarowanym mieście – Wrocławiu.

Warto zwrócić uwagę, że pomimo rekordowej liczby sprzedanych mieszkań (czyli dużego popytu na rynku), Robyg jest kolejną analizowaną spółką (po Ronsonie), w której dostrzegamy spadek marży na sprzedawanych mieszkaniach. Na marginesie warto odnotować, że marże obydwu deweloperów są na zbliżonym poziomie.

Spadek rentowności na sprzedaży powoduje, że jej wzrost nie wpływa istotnie na osiągnięty zysk netto.



Źródło: raporty finansowe grupy.

Właściciele obligacji może cieszyć regularnie wypracowywany zysk netto, choć w tym za dziewięć miesięcy 2014 roku zawarta jest kwota 11 mln zł, wynikająca z przeszacowania wartości nieruchomości inwestycyjnych.

Z punktu widzenia obligatariuszy, minusem jest również regularna wypłata dywidendy z zysku wypracowywanego przez spółkę, co będzie widoczne w analizie bilansu (brak wzrostu kapitałów własnych).

Podsumowując, rekordowa liczba sprzedanych (1) mieszkań w 2014 roku (2118 vs 1731 w 2013 roku), biorąc dodatkowo pod uwagę fakt, że są to projekty w budowie, najprawdopodobniej sprawi, że Robyg będzie kolejną spółką osiągającą rekordowe przychody ze sprzedaży (2) w roku 2015. A wysoka sprzedaż powinna z kolei mieć przełożenie na dobre wyniki finansowe grupy.

## Analiza bilansu

### Grupa Robyg – aktywa (w tys. zł)

(w tys. zł.)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.09.2014
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>338.388</b>	<b>382.838</b>	<b>383.398</b>	<b>343.251</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	7.853	7.801	8.202	20.269
Nieruchomości inwestycyjne	141.626	132.886	104.460	123.268
Wartość firmy	21.488	21.488	21.488	21.488
Inne WNiP	320	293	652	620
Inwestycje wyceniane met praw własności			87.864	67.099
Długoterminowe aktywa finansowe	173	9.691	65	0
Inne długoterminowe należności	426	617	2.571	2.766
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	35.432	42.949	21.780	23.427
Gruntły przeznaczone pod zabudowę	131.070	167.113	136.316	84.314
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>878.077</b>	<b>827.997</b>	<b>697.024</b>	<b>767.768</b>
Zapasy	687.580	658.276	441.215	509.086
Należności z tyt dostaw	12.565	26.299	36.692	60.392
Należności z tyt podatków	734	337	1.100	957
Rozliczenia międzyokresowe	2.495	2.447	760	1.598
Krótkoterminowe aktywa finansowe	46.152	16.558	9.187	27.497
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	128.551	124.080	208.070	168.238
<b>Suma aktywów</b>	<b>1.216.465</b>	<b>1.210.835</b>	<b>1.080.422</b>	<b>1.111.019</b>

Źródło: raporty finansowe grupy.

Główne pozycje aktywów grupy stanowią zapasy oraz gotówka. Na wartość zapasów na 30 września 2014 roku składały się (w nawiasie wartość na 31 grudnia 2013r):

- grunty pod zabudowę (rozpoczęcie budowy <2 lat): 196 mln zł (161),
- mieszkania w trakcie budowy (wraz z gruntami): 262 mln zł (206),
- mieszkania gotowe (niesprzedane): 49 mln zł (73).

Również w aktywach trwałych znajduje się pozycja „grunty pod zabudowę” o wartości 84 mln zł (na 30 września 2014 r.) – są to grunty, na których rozpoczęcie budowy jest planowane nie wcześniej niż za dwa lata.

Robyg jest kolejną spółką deweloperską, która utrzymuje wysokie saldo środków pieniężnych, istotnie przekraczające krótkoterminowe zobowiązania finansowe. Dodatkowo, na rachunkach powierniczych na 30 września 2014 roku znajdowało się 27,5 mln zł wpłat od klientów, którymi zgodnie z nowymi regulacjami, spółka może dysponować dopiero po wybudowaniu danego lokalu. Wreszcie w należnościach na datę ostatniego raportu znajdowało się ponad 18 mln zł należności z tytułu VAT od zakupionej w sierpniu 2014 roku nieruchomości gruntowej.



Gotówka, należności podatkowe, gotowe mieszkania, grunty – wszystko to są aktywa budzące zaufanie, dające duży komfort grupie w zakresie płynności oraz działalności operacyjnej. Wysoka wartość płynnych aktywów (gotówka, środki na rachunkach powierniczych, należności) dają również poczucie bezpieczeństwa obligatariuszom spółki, co zresztą znajduje odzwierciedlenie w wycenach obligacji notowanych na rynku Catalyst.

#### Grupa Robyg – pasywa (w tys. zł)

(w tys. zł.)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.09.2014
Kapitały własne	414.821	411.213	418.529	422.233
Kapitały akcjonariuszy niekontrolujących	130.424	111.689	34.702	29.785
<b>Kapitały razem</b>	<b>545.245</b>	<b>522.902</b>	<b>453.231</b>	<b>452.018</b>
Zobowiązania długoterminowe	304.404	249.247	298.114	325.009
Oprocentowane zobowiązania finansowe	279.900	205.751	258.839	279.781
Pozostałe zobowiązania	6.330	8.854	10.591	12.688
Zaliczki otrzymane od klientów	5.076	6.915	10.004	11.775
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	13.098	27.727	18.680	20.765
Zobowiązania krótkoterminowe	366.816	438.686	329.077	333.992
Zobowiązania z tytułu dostaw i inne	50.134	48.617	45.156	117.420
Oprocentowane zobowiązania finansowe	103.498	179.468	124.326	70.621
Wycena instrumentów finansowych				251
Zobowiązania z tytułu podatków	34	3.373	577	1.421
Rozliczenia międzyokresowe	6.984	2.990	3.873	3.972
Otrzymane zaliczki	189.115	185.743	143.896	123.611
Rezerwy	17.051	18.495	11.249	16.696
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>671.220</b>	<b>687.933</b>	<b>627.191</b>	<b>659.001</b>
<b>Suma pasywów</b>	<b>1.216.465</b>	<b>1.210.835</b>	<b>1.080.422</b>	<b>1.111.019</b>

Źródło: raporty finansowe grupy.

Mimo wypracowywania istotnych zysków, kapitały własne grupy rosną w niewielkim stopniu. Jest to przede wszystkim efekt polityki wypłaty dywidendy (dobre dla akcjonariuszy, dla właścicieli obligacji niekoniecznie). Spółka wypłaciła 20,7 mln zł z zysku za 2012 rok i blisko 21 mln zł z zysku za 2013 rok, a więc zdecydowaną większość wypracowanego zysku netto.

Dodatkowo, „kapitały razem” grupy zanotowały istotny spadek na przestrzeni ostatnich lat – jest to efektem przekształcenia pożyczek udzielonych Robygowi przez właścicieli, które to pożyczki miały charakter quasi kapitałowy, w standardowe pożyczki, a co za tym idzie, odpowiedniego przeksięgowania bilansowego.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na jeden aspekt. Grupa Robyg, przy podobnym poziomie kapitałów i nawet mniejszym poziomie zapasów (mieszkania gotowe + mieszkania w budowie + bank ziemi), sprzedaje (1) rocznie trzy razy więcej mieszkań niż ostatnio analizowana grupa Ronson (2118 vs 711 za 2014 rok). Świadczy to o bardzo dobrej efektywności Robyga, prawdopodobnie szybszym procesie inwestycyjnym oraz doskonałej sprzedaży (większy w porównaniu z konkurencją odsetek mieszkań oferowanych przez Robyga sprzedawany jest w czasie realizacji inwestycji, a nawet przed jej rozpoczęciem).

### Grupa Robyg – zadłużenie finansowe (w tys. zł)

(w tys. zł)	2011	2012	2013	09/2014.
Długot. zobow z tyt obligacji i kredytów	279.900	205.751	258.839	279.781
Krótkot. zobow z tyt obligacji i kredytów	103.498	179.468	124.326	70.621
<b>Razem zobowiązania finansowe</b>	<b>383.398</b>	<b>385.219</b>	<b>383.165</b>	<b>350.402</b>
Środki pieniężne	128.551	124.080	208.070	168.238
Zadłużenie netto	254.847	261.139	175.095	182.164
Kapitały	414.821	411.213	418.529	422.233
Suma bilansowa	1.216.465	1.210.835	1.080.422	1.111.019

Źródło: raporty finansowe grupy.

Mamy do czynienia z kolejnym deweloperem, który wyraźnie minimalizuje krótkoterminowe zobowiązania finansowe, wydłużając okresy zapadalności kredytów i obligacji. Utrzymywane wysokie saldo środków pieniężnych z nawiązką przekracza zobowiązania finansowe płatne w ciągu roku. Zadłużenie netto utrzymuje się na relatywnie bezpiecznym i niskim poziomie w stosunku do kapitałów i sumy bilansowej. Pomimo wzrostu skali działalności (liczba sprzedanych mieszkań), zadłużenie finansowe nie wzrasta (jak wspomniano, dane za lata 2013 i 2014 są prezentowane po przekształceniu; wyłączono kredyty dot. wspólnych przedsięwzięć; wg poprzedniej prezentacji danych, kredyty byłyby się na wyższym poziomie).

### Grupa Robyg – wskaźniki zadłużenia i płynności

	2011	2012	2013	09/2014.
Wskaźnik zadłużenia	0,55	0,57	0,58	0,59
Zadłużenie finansowe do kapitałów	0,92	0,94	0,92	0,83
Zadłużenie fin. netto do kapitałów	0,61	0,64	0,42	0,43
Wskaźnik płynności bieżącej	2,39	1,89	2,12	2,30
Wskaźnik szybkiej płynności	1,07	0,67	1,38	1,23

Źródło: raporty finansowe grupy.

Wskaźnik zadłużenia grupy (całkowite zobowiązania/aktywa ogółem) znajduje się na stosunkowo bezpiecznych poziomach i jest stabilny. Należy zauważyć, że dużą część zobowiązań stanowią otrzymane zaliczki (123,6 mln zł na 30 września 2014 roku), które to zobowiązanie nie ma charakteru gotówkowego.

Zadłużenie finansowe sięga 80-90% kapitałów grupy, ale uwzględniając wysokie saldo środków pieniężnych, nie przekracza obecnie 50% kapitałów, co jest wartością relatywnie bezpieczną i pokazuje ostrożne podejście Robyga do zarządzania finansami.

Efektom posiadania znacznych środków pieniężnych jest dobry wskaźnik płynności bieżącej (aktywa obrotowe/pasywa obrotowe), z kolei wysokie saldo otrzymanych zaliczek powoduje, że wskaźnik płynności szybkiej (aktywa obrotowe minus zapasy/pasywa obrotowe minus zaliczki otrzymane od klientów) znajduje się na rewelacyjnych poziomach i informuje, że spółka nie powinna w najbliższym czasie mieć żadnych kłopotów z regulowaniem zobowiązań.

Podsumowując, bilans grupy Robyg pokazuje ostrożne podejście do zarządzania finansami. Środki pieniężne grupy z nawiązką wystarczają na spłatę krótkoterminowych zobowiązań finansowych. Taka polityka, w połączeniu z wysokim saldem otrzymywanych zaliczek od klientów powoduje, że grupa nie znajduje się pod presją pozyskiwania refinansowania, a co za tym idzie, nie musi ponosić nadmiernych kosztów finansowych. Widoczne jest to również w notowaniach jej obligacji na Catalyst, które obecnie oferują rentowności w okolicach 4,5% brutto (czyli w okolicach WIBOR + 2,5%).