

## Dobry rok deweloperów mieszkaniowych, perspektywy jeszcze lepsze

Miniony rok dla spółek z branży deweloperskiej specjalizujących się w inwestycjach mieszkaniowych był bardzo udany, zwłaszcza pod kątem liczby sprzedanych mieszkań. Także opublikowane wyniki finansowe przedstawiają pozytywny obraz branży. Rok 2015 również zapowiada się pozytywnie.

Przychody ze sprzedaży wzrosły o 5%. Wzrost ten udało się osiągnąć bez spadku marży brutto na sprzedaży (utrzymano poziom 22%). Dzięki temu zysk brutto na sprzedaży osiągnął wartość 486 mln zł. Wzrosły jednak o 8% również koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu do 249 mln zł. Ostatecznie zysk netto wyniósł 180 mln zł, co było wynikiem niższym o 21 mln zł w stosunku do roku poprzedniego, jednak wciąż satysfakcjonującym. Na wyniki, jak co roku, wpływ miały również zdarzenia jednorazowe, głównie przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych, jednak ich skala nie odbiegała od poziomu z lat ubiegłych.

2015 rok może zakończyć się jeszcze lepszymi wynikami z racji obserwowanego od kilku kwartałów wzrostu sprzedaży mieszkań. Dużym publicznym deweloperom sprzyjać będzie dostępność finansowania, w tym ewentualnie przy wykorzystaniu rachunków powierniczych zamkniętych, jeżeli takie zostałyby wymuszone przez nowelizację tzw. ustawy deweloperskiej. Na utrzymanie wysokiego popytu dalej powinny wpływać niskie stopy procentowe oraz duża dostępność kredytów dla kupujących. Największym wyzwaniem stojącym przed deweloperami wydaje się nabywanie w racjonalnych cenach interesujących gruntów pod nowe inwestycje, co jest kluczowe dla utrzymania odpowiedniego poziomu oferty w długim terminie.

### JV a rachunek wyników i zysk

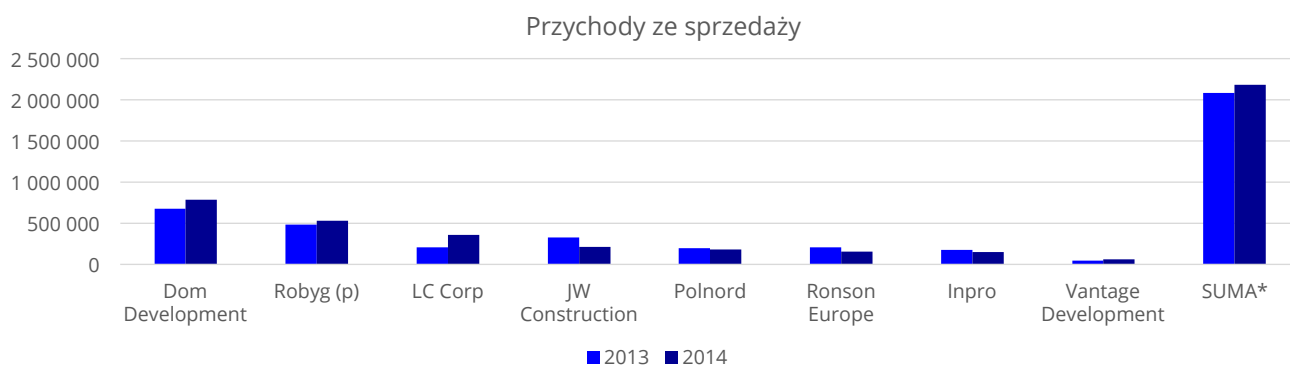
Od początku 2014 r., na skutek zmian w MSSF11 (Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, Wspólne przedsięwzięcia), projekty realizowane w ramach wspólnych przedsięwzięć (JV) konsolidowane są przez spółki deweloperskie metodą praw własności, co sprawia że nigdzie w rachunku wyników nie są przedstawione przychody z takich projektów, a odzwierciedlony jest jedynie zysk. Dodatkowo różne spółki na różnym poziomie rachunku zysków i strat rozpoznają wynik z projektów JV.

Wpływ tej zmiany jest szczególnie istotny przy interpretacji i porównywaniu wyników Robyga, Polnordu oraz Vantage Development z resztą spółek z przedstawionej grupy, gdyż te trzy spółki realizują relatywnie do swojej skali największą liczbę projektów w kooperacji z partnerami. Przedstawione poniżej dane finansowe spółki Robyg odnoszą się do danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki Grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej (stosowanej do końca 2013 r.), która w naszej ocenie lepiej oddaje działalność Grupy. Z danych zagregowanych wyklucziliśmy wyniki Polnordu oraz Vantage Development, gdyż spółki opublikowały wyniki sporządzone jedynie w oparciu o wycenę projektów JV metodą praw własności.

W analizie skupiliśmy się na wynikach spółek deweloperskich notowanych na GPW, które zdecydowaną większość przychodów osiągają w związku ze sprzedażą lokali mieszkalnych.

### Wzrost przychodów o 5% r/r

Suma przychodów ze sprzedaży grupy 6 analizowanych deweloperów (Dom Development, Robyg, LC Corp, J.W. Construction, Ronson oraz Inpro) wyniosła 2,186 mld zł, co oznacza wzrost o 5% r/r. Osiągnięty poziom jest poziomem bardzo satysfakcjonującym, a w następnych latach można spodziewać się jego dalszego wzrostu, w związku z bardzo wysoką od kilku kwartałów liczbą sprzedawanych lokali. W minionym roku największy wzrost procentowo odnotowały dwie wrocławskie spółki: LC Corp oraz Vantage Development. Największe spadki miały miejsce w J.W. Construction, Ronson oraz Inpro. Przy interpretacji poziomu przychodów ze sprzedaży warto pamiętać, że są one rozpoznawane dopiero po zakończeniu budowy. Stąd bardzo duży wpływ na wielkość przychodów ma cykl budowlany inwestycji prowadzonych przez spółkę, a nie tylko poziom osiągniętej sprzedaży.



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA.

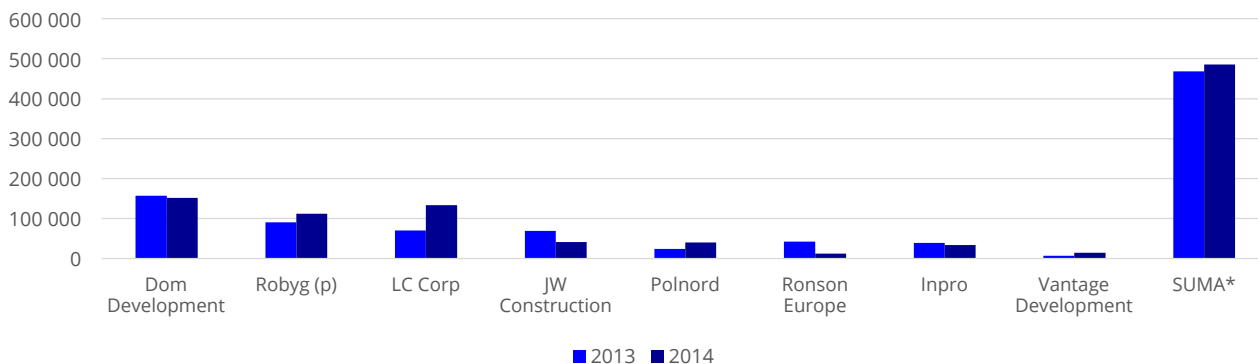
Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski.

## Zysk brutto na sprzedaży

Zagregowany zysk brutto na sprzedaży dla omawianej grupy wyniósł ok. 486 mln zł (wzrost o 4% r/r). Największym udziałem w tej kwocie pochwalić się mogą Dom Development, Robyg oraz LC Corp. Szczególnie dużą poprawę odnotował LC Corp, miało to jednak głównie związek z wynikami segmentu usług najmu. Znaczący spadek wyniku brutto na sprzedaży zanotowało J.W. Constuction oraz Ronson. Słaby wynik tej drugiej spółki związany był z dokonaniem odpisem aktualizującym wartość posiadanych zapasów o 12,5 mln zł.

Zysk brutto na sprzedaży



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA.

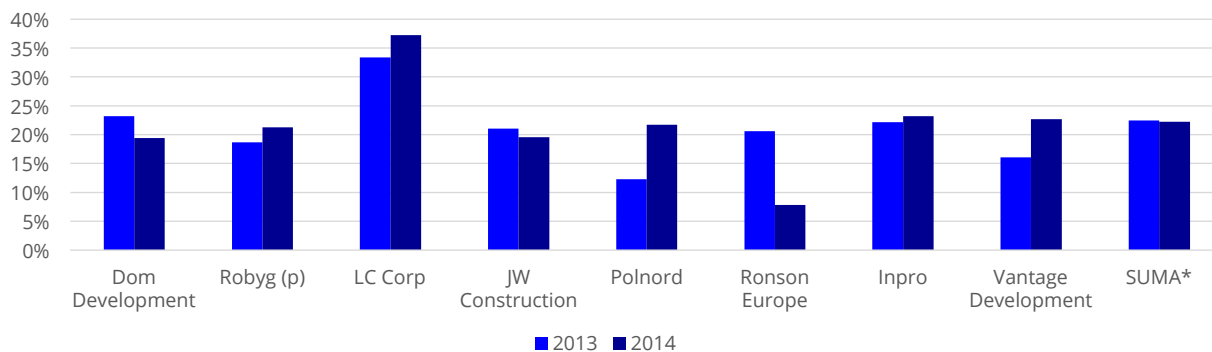
Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski.

## Marża na sprzedaży

Średnia marża brutto na sprzedaży była niemal niezmienną w stosunku do roku 2013 i wyniosła 22,2% (vs. 22,5% rok wcześniej). Najwyższą księgową marżą brutto na sprzedaży może pochwalić się LC Corp (37% vs. 33% rok wcześniej), na co duży wpływ miała jednak rentowność segmentu nieruchomości komercyjnych. Marża samego segmentu deweloperskiego wyniosła ok. 21%, podobnie jak rok wcześniej. Najniższą marżę, wynoszącą niecałe 8%, zaksięgował Ronson. Związana ona była z dokonaniem odpisem aktualizującym wartość posiadanych zapasów. Po wyłączeniu tego jednorazowego odpisu marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 16%. Marże pozostałych deweloperów oscylowały wokół 20%. Istotny wzrost udało się osiągnąć Polnordowi (z 12% do 22%) oraz Vantage Development (z 16% do 23%).

Marża brutto na sprzedaży



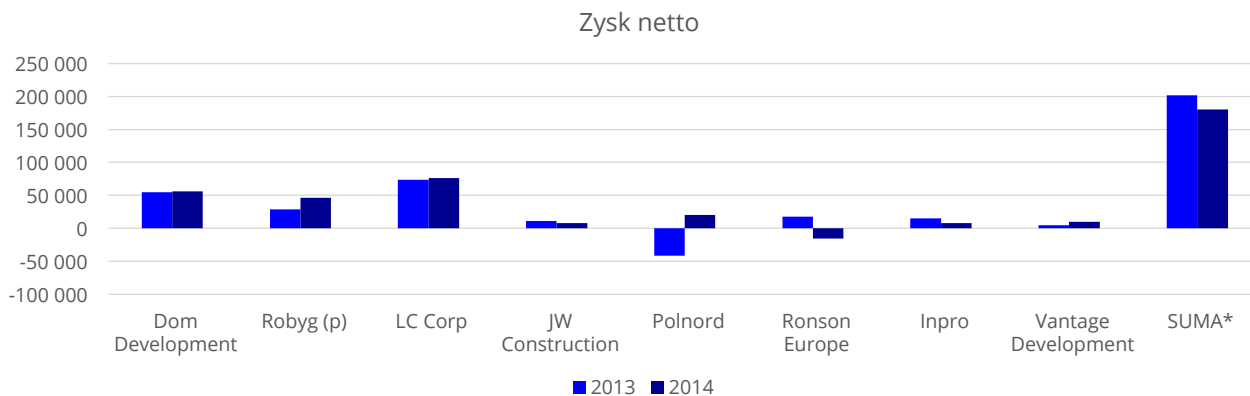
\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA.

Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski.

## Zysk netto

Suma zysków netto przedstawionych deweloperów (z wyłączeniem Polnordu i Vantage) osiągnęła poziom 180 mln zł, czyli spadła o 11%. Spadek ten wynikał z straty netto Ronsona (-15 mln zł vs. +18 mln zł rok wcześniej) wygenerowanej m.in. na skutek opisanego wcześniej odpisu wartości zapasów. Najwyższy zysk netto osiągnął LC Corp, do czego najbardziej przyczynił się jednak segment usług najmu. Znaczący wzrost wyniku netto odnotował Polnord, jednak w dużej mierze nie wynikał on z podstawowej działalności operacyjnej.



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA.

Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.  
Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski.

Ostatnie wyniki finansowe oraz obecna sytuacja bilansowa większości dużych deweloperów mieszkaniowych pozwalają z optymizmem patrzeć na rynek obligacji emitowanych przez te spółki. Część deweloperów pozostaje mocno zadłużona, jednak wzrost liczby sprzedanych mieszkań przyczynia się do szybszego tempa schodzenia z zadłużenia, niż można było się spodziewać jeszcze 2 lata temu. Pozytywny sentyment dla branży znajduje swoje odzwierciedlenie w spadających marżach obligacji emitowanych przez czołowe spółki deweloperskie. Za sprawą spadających marż spółki coraz chętniej emitują obligacje rezygnując częściowo z zaciągania kredytów bankowych. W związku z powyższym w najbliższych kwartałach spodziewamy się dużej podaży obligacji spółek deweloperskich oraz utrzymania lub nawet niewielkiego obniżenia poziomu oferowanych marż.

### Poniżej przedstawione zostało krótkie podsumowanie wyników poszczególnych spółek z segmentu deweloperów mieszkaniowych:

Dom Development	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>676 377</b>	<b>784 264</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	157 061	152 049
SG&A	-82 512	-87 167
EBIT	73 334	69 019
Zysk brutto	69 693	69 434
<b>Zysk netto</b>	<b>54 540</b>	<b>55 935</b>
Marża brutto na sprzedaży	23,2%	19,4%
Marża netto	8,1%	7,1%

Źródło: Spółka

Przychody Dom Development w 2014 r. wyniosły 784 mln zł, co oznacza wzrost o 16% r/r. Związane to było z 25-proc. wzrostem liczby lokali rozpoznanych w przychodach. Marża brutto spadła poniżej 20%. Mimo słabszego wyniku operacyjnego spółka skorzystała z niższych stóp procentowych zaoszczędzając na kosztach finansowych. Dzięki temu zysk netto wyniósł blisko 56 mln zł (+3% r/r).

Spółka tradycyjnie charakteryzuje się bardzo niskim poziomem zadłużenia oraz silną pozycją gotówkową.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 889 (wzrost o 18%). Oferta na koniec roku wyniosła 2 235, z czego 13% stanowiły lokale gotowe.

Robyg (pro forma)	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>485 915</b>	<b>528 971</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	90 536	112 355
SG&A	-35 209	-45 554
EBIT	56 743	67 584
Zysk brutto	44 122	58 413
<b>Zysk netto</b>	<b>28 763</b>	<b>46 527</b>
Marża brutto na sprzedaży	18,6%	21,2%
Marża netto	5,9%	8,8%

Źródło: Spółka

Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Przychody pro forma Robyga wyniosły 529 mln zł (+9% r/r). Spółce udało się poprawić marżę brutto na sprzedaży o 3.6 p.p. do 21,2%, przy istotnym wzroście wolumenu sprzedanych lokali. Dzięki temu zysk brutto na sprzedaży przekroczył 100 mln zł osiągając poziom 112 mln zł. Wraz ze wzrostem skali działalności istotnie wzrosły koszty ogólnego zarządu i sprzedaży (+29% r/r). Zysk brutto zwiększył się do 58,4 mln zł. Dzięki zastosowanej optymalizacji podatkowej jeszcze wyraźniej wzrósł zysk netto (+62%).

Spółka miała bezpieczny poziom zadłużenia, wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0,32.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 2 118 (wzrost o 22%). Oferta na koniec roku wyniosła 1 583 lokale, z czego tylko 6% stanowiły lokale gotowe.

LC Corp	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>209 221</b>	<b>358 843</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	69 784	133 553
SG&A	-22 275	-26 327
EBIT	87 550	142 149
Zysk brutto	84 567	100 114
<b>Zysk netto</b>	<b>73 602</b>	<b>76 320</b>
Marża brutto na sprzedaży	33,4%	37,2%
Marża netto	35,2%	21,3%

Źródło: Spółka

J.W. Construction	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>327 533</b>	<b>212 836</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	69 010	41 562
SG&A	-40 838	-33 720
EBIT	48 468	35 246
Zysk brutto	12 836	11 793
<b>Zysk netto</b>	<b>11 444</b>	<b>8 341</b>
Marża brutto na sprzedaży	21,1%	19,5%
Marża netto	3,5%	3,9%

Źródło: Spółka

Polnord	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>196 707</b>	<b>183 188</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	24 166	39 755
SG&A	-26 184	-26 939
EBIT	-22 615	23 756
Udział w zysku/stracie JV	4 845	11 437
Zysk brutto	-56 266	11 255
<b>Zysk netto</b>	<b>-41 120</b>	<b>20 457</b>
Marża brutto na sprzedaży	12,3%	21,7%
Marża netto	-20,9%	11,2%

Źródło: Spółka

Ronson Europe	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	207 025	153 155
Zysk brutto ze sprzedaży	42 565	11 930
SG&A	-22 726	-25 101
Udział w zysku/stracie JV	-680	-311
EBIT	18 056	-15 814
Zysk brutto	17 086	-18 684
<b>Zysk netto</b>	<b>18 044</b>	<b>-15 215</b>
Marża brutto na sprzedaży	20,6%	7,8%
Marża netto	8,7%	-9,9%

Źródło: Spółka

Przychody ze sprzedaży LC Corp wzrosły aż do 359 mln zł, z tego przychody z działalności deweloperskiej wyniosły 242,5 mln zł (+52% r/r). Zysk brutto na sprzedaży tego segmentu wyniósł 52 mln zł, co oznacza wzrost o 48%. Marża brutto utrzymała się na zbliżonym poziomie 21%-22%. Na poziom zysku operacyjnego całej grupy istotny wpływ miało przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych (+66,4 mln zł) oraz odpis aktualizujący wartość zapasów (-43 mln zł). Szacowany EBIT skorygowany o przeszacowania wyniósł ok. 107 mln zł (vs. 48 mln zł rok wcześniej). Na zysk brutto istotny wpływ miał wzrost poniesionych kosztów odsetkowych (-22 mln zł) oraz nadwyżka ujemnych różnic kursowych nad dodatnimi (-17 mln zł).

Dług netto wyniósł na koniec roku ok. 631 mln zł, co stanowiło 50% kapitałów własnych.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 220 (wzrost o 59%). Oferta na koniec roku wyniosła 1 583 lokale.

Przychody Spółki spadły aż o 35%, co związane było z dużo niższą liczbą mieszkań rozpoznanych w przychodach (496 vs. 886 rok wcześniej). Spółce udało się ograniczyć koszty ogólnego zarządu. Istotny wpływ na wynik EBIT miała aktualizacja wartości nieruchomości inwestycyjnej o 28 mln zł w górę. Spółka zmniejszyła koszty finansowe o 27% do 28 mln zł. Zysk netto spadł o 27% do 8,3 mln zł.

W związku z przeprowadzoną emisją akcji istotnie spadł poziom zadłużenia. Wskaźnik dług netto/kapitał własny zmniejszył się do 0,78.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 097 (wzrost o 17%). Oferta na koniec roku wyniosła 952 lokale.

Przychody Polnordu spadły o 7%, do 183 mln zł, jednak spadek ten związany był z większym udziałem projektów realizowanych w ramach programów joint-venture. Spółce udało się istotnie poprawić zysk brutto na sprzedaży, o 65% do blisko 40 mln zł. Praktycznie bez zmian pozostał poziom kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży. Pozytywnie na EBIT wpłynęła sprzedaż nieruchomości inwestycyjnej oraz niższe pozostałe koszty operacyjne. Wpływ projektów JV ujawnia się w zysku brutto, który wyniósł 11,3 mln zł (przy stracie rok wcześniej -56 mln zł). Dzięki zastosowanej optymalizacji podatkowej spółka osiągnęła zysk netto w wysokości 20,5 mln zł.

Zadłużenie finansowe netto na 31.12.14 wyniosło 428 mln zł. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wynosił na koniec roku 0,4.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 252 (wzrost o 14%). Oferta na koniec roku równała się 1 451 lokali, z czego 18% stanowiły lokale gotowe.

Przychody ze sprzedaży Ronsona spadły o 26% do 153 mln zł, co było konsekwencją głównie spadku powierzchni przekazanych lokali (spadek o 25%). Na bardzo niską marżę brutto na sprzedaży wpływ miał fakt przekazywania lokali w inwestycjach o niższej marży (m.in. w Poznaniu) oraz odpis aktualizujący wartość zapasów o 12,5 mln zł. Wzrosły koszty SG&A, co związane było ze wzrostem liczby sprzedanych lokali. W wyniku powyższych zdarzeń spółka odnotowała stratę netto w kwocie 15 mln zł. Strata ta jednak w dużej mierze wynika z jednorazowych zdarzeń, a nie trwałej utraty rentowności.

Sytuacja bilansowa spółki niezmiennie pozostaje korzystna. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł na koniec roku 0,37.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 711 (wzrost o 24%). Oferta na koniec roku wyniosła 854 lokale, z czego 13% stanowiły lokale gotowe.

Inpro	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	178 348	147 732
Zysk brutto ze sprzedaży	39 558	34 241
SG&A	-20 269	-21 135
EBIT	19 475	12 697
Zysk brutto	17 916	10 242
<b>Zysk netto</b>	<b>15 104</b>	<b>8 172</b>
Marża brutto na sprzedaży	22,2%	23,2%
Marża netto	8,5%	5,5%

Źródło: Spółka

Vantage Development	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	44 768	61 785
Zysk brutto ze sprzedaży	7 205	14 027
SG&A	-6 950	-10 079
EBIT	3 681	11 321
Udział w zysku/stracie JV	-165	-131
Zysk brutto	-413	6 209
<b>Zysk netto</b>	<b>4 651</b>	<b>9 960</b>
Marża brutto na sprzedaży	16,1%	22,7%
Marża netto	10,4%	16,1%

Źródło: Spółka

Przychody Inpro spadły o 17% do 148 mln zł, przy czym same przychody z działalności deweloperskiej spadły aż o 24%. Głównym powodem był ok. 30-proc. spadek liczby lokali rozpoznanych w przychodach. Zysk brutto na sprzedaży spadł do 34 mln zł przy nieznacznie wyższej marży brutto na sprzedaży przekraczającej 23%. Koszty SG&A wzrosły o 4%. W konsekwencji zysk netto Grupy spadł aż o 46% do 8 mln zł.

Sytuacja bilansowa spółki niezmiennie pozostaje korzystna. Dług netto wyniósł na koniec roku 54 mln zł, a wskaźnik dług netto/kapitał własny 0,26.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 421 (wzrost o 1%).

Przychody Vantage wzrosły o 38% do 62 mln zł, głównie za sprawą wzrostu przychodów ze sprzedaży lokali. Spółce udało się poprawić nie tylko przychody, ale również marżę brutto na sprzedaży. Wraz ze wzrostem skali działalności zwiększeniu uległy także koszty SG&A. Istotny wpływ na wynik EBIT miały przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych (+7,3 mln zł vs. +4,4 mln zł rok wcześniej). Zysk netto niemal podwoił się osiągając poziom prawie 10 mln zł. Dług netto na 31.12.2014 wynosił 156 mln zł. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wzrósł na koniec roku do 0,48, aczkolwiek dalej pozostaje na akceptowalnym poziomie.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 255 (wzrost o 41%). Oferta na koniec roku wyniosła 380 lokale, z czego 25% stanowiły lokale gotowe.