

**Date:** 24/11/2014  
**Media:** Parkiet  
**Title:** Most developers are under control  
**Author:** Emil Szweda

# Sytuacja deweloperów w większości pod kontrolą

**Catalyst** > Porównanie wskaźników zadłużenia i płynności pomoże wykryć zagrożenia, ale też niedowartościowane papiery.



**Emil Szweda**  
Obligacje.pl

Z 20 deweloperów, których obligacje notowane są na detalicznej części Catalyst, w pięciu przypadkach rentowność obligacji istotnie odbiega od nominalnego oprocentowania. Co oznacza, że inwestorzy mają mniej lub bardziej zaawansowane obawy co do możliwości spłaty obligacji przez ich emitentów.

Oznacza to także, że zdecydowana większość deweloperów jest pozytywnie postrzegana przez inwestorów, wątpliwości zaś dotyczą przede wszystkim firm o mniejszej skali działania. Przeciwnie, inwestując w obligacje deweloperów, inwestorzy danielni (pod uwagę nie braliśmy papierów dostępnych wyłącznie na Bond Spot) mogą zarobić od 6 do 7 proc. (rentowność obligacji). Za najbardziej ryzykowne uchodzą zapadające w grudniu tego roku obligacje Trusta. Tu rentowność przekracza 1000 proc., ale wiadomo już, że Trust od końca 2013 r. przestał obsługiwać swoje zadłużenie odsetkowe.

Czy się kierować w wyborze obligacji dewelopera do portfela? Ponieważ biznes deweloperski jest w znacznej części biznesem projektowym, trudno oczekiwać powtarzalnych wyników i

PORÓWNANIE OBLIGACJI DEWELOPERÓW OBECNYCH NA GPW CATALYST				
Emitent	Wskaźnik zadłużenia	Wskaźnik szybkiej płynności	Oprocentowanie	Rentowność
BBI Development	0,85	0,1	WIBOR3M+6-4,5 pkt proc.	7,5-8,5 proc.
Capital Park	0,55	1,82	WIBOR3M+5,0-5,5 pkt proc.	6,7-7,8 proc.
Czerwona Torebka	0,15	0,21	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	7,5 proc.
Echa Investment	0,88	1	WIBOR3M+7,05-7,15 pkt proc.**	6,2-6,9 proc.**
ED Invest	0,29	4,72	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	7 proc.
Globe Trade Centre	1,43	1,32	WIBOR3M+4,5 pkt proc.**	6,4**
Instalexport*	2,7	0,09	WIBOR3M+6,75 pkt proc.	13,5
Mak Dom*	0,88	1,52	WIBOR3M+4,0 pkt proc.	4,8
Narvisi	0,87	0,43	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	4,8
Narzan*	0,74	0,41	WIBOR3M+5,21-6,0 pkt proc.	6,0-7,5
Nordic Development*	0,98	0,53	12 proc.	8,7
Polnord	0,4	2,12	WIBOR3M+4,15-4,85 pkt proc.	5,8-6,0
Rank Progress	1,22	0,95	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	11,7
Ratex	0,4	1,22	WIBOR3M+5,4-6,0 pkt proc.	11,5-6
Ronson Europe	0,13	1,2	WIBOR3M+3,5-4,55 pkt proc.	4,5-5,7
Trust	1,49	0,09	WIBOR3M+100 pkt proc.	1000
Unidevelopment*	0,23	2,08	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	7
Vantage Development	0,34	1,08	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	4,8
Victoria Dom*	0,84	2,24	WIBOR3M+5,0 pkt proc.	7,4
Wdarczewska*	0,71	0,82	WIBOR3M+5,5-7,5 pkt proc.	12,2-27,8

marż. Dla inwestorów zainteresowanych obligacjami pomocne mogą okazać się informacje dotyczące poziomu zadłużenia i płynności finansowej.

### Zabójcza kombinacja

Oczywiście wskaźniki zadłużenia finansowego i szybkiej płynności nie zawsze dają pełny obraz sytuacji finansowej dewelopera. Ale mogą być wstępem do dalszej analizy. Aby się o tym przekonać, wystarczy zasłonić prawą część przedstawionej tabeli i wytypować spółki o najsłabszej kombinacji tych dwóch wskaźników (tj. o najwyższym

wskaźniku zadłużenia i jednocześnie najniższym wskaźniku płynności finansowej).

Najniższą płynność finansową wykazują Instalexport i Trust. Obie spółki mają problemy z obsługą płatności odsetkowych i wykupem obligacji. W trzech z czterech przypadków, w których zadłużenie finansowe przekracza wartość kapitału własnego, inwestorzy także są zaniepokojeni, co widać po wysokiej rentowności obligacji. W przypadku Globe Trade Centre, gdzie zadłużenie finansowe także jest wysokie, inwestorzy doceniają wysoką płynność finansową i zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych.

W przypadku Czerwonej Torebki zadłużenie

finansowe kapitału własnego jest bardzo niskie, ale wskaźnik szybkiej płynności też zanurkował w niebezpieczne rejony. W tym przypadku warto też zwrócić uwagę na kierunek zmian tych wskaźników – Czerwona Torebka sukcesywnie wykazuje straty operacyjne i netto, przez co wartość obu wskaźników podąża w kierunku niepokojącym inwestorów.

### Premia dla najlepszych

Można też przeprowadzić ćwiczenie w drugą stronę i na podstawie przedstawionych wskaźników zadłużenia i płynności wytypować tych deweloperów, którzy powinni cieszyć się największym zaufaniem rynku inwestycyjnym w najniższej rentowności obligacji. Okazuje się wówczas, że choć najlepszą kombinacją zadłużenia i płynności finansowej mogą pochwalić się Unidevelopment i Capital Park, to najniższe rentowności osiągają obligacje Echa, Robyga i Ronsona. Prawdopodobnie w tych trzech przypadkach uznanie inwestorów budzi nie tylko kondycja finansowa, ale także jej powtarzalność.

Czynnikami wpływającymi na ocenę może być również wielkość spółki. Vantage Development, Victoria Dom czy Mak Dom mają korzystne wskaźniki, ale ich obligacje nie są aż tak cenione z powodu wielkości projektów. Również Polnord mogłyby być cenione wyżej. Z powodu relatywnie małych rozmiarów na wyższy poziom rentowności nie może wspiąć się też Unidevelopment (choć już obligacje jego właściciela – grupy Unibep – notowane są z rentownością niedostępną dla deweloperów na poziomie 3,1–3,5 proc.). Spadek rentowności Capital Park jest najwyraźniej hamowany przez oczekiwany wzrost nakładów związanych z planowanymi inwestycjami.

**Date:** 24/11/2014  
**Media:** Parkiet  
**Title:** Most developers are under control  
**Author:** Emil Szweda

In the article about corporate bonds of developer companies, Echo, Robyg and Ronson are said to offer the lowest yields. "Probably, in these cases, investors most like the financial condition and its recurrence," the article writes.