

Date: 11/04/2016
Source: Parkiet
Title: Developers slept on cash at the end of 2015
Author: Emil Szweda

Deweloperzy spali na gotówce pod koniec 2015 r.

Catalyst > Branża wykorzystuje hośbę na rynku mieszkaniowym do oddłużenia i akumulacji gotówki, której łączne saldo wzrosło o 51 proc. od końca 2014 r.



Emil Szweda
Obligacje.pl

Chodzi o 13 deweloperów działających na rynku mieszkaniowym, których obligacje notowane są na dedykowanej części Catalyst, a którzy opublikowali już raporty roczne (część spółek, których obligacje notowane są tylko na Catalyst, ale nie wprowadzają do obrotu akcji, może publikować raporty roczne do końca półrocza). W ich przypadku saldo gotówki wzrosło z 852 mln zł na koniec 2014 r. do 1,286 mld zł na koniec 2015 r. W czterech przypadkach stan środków pieniężnych zmniejszył się w tym czasie, przy czym istotnie tylko w przypadku Dom Development (o 21,6 proc. lub 60 mln zł) i Polnordu (o jedną trzecią lub 27 mln zł).

Mieszkaniowa hośba

Znacznie więcej zanotowano ruchów w drugą stronę. J.W. Construction dysponowało na koniec roku 188 mln zł (3,5-krotny wzrost w skali roku, w dużej części za sprawą grudniowej emisji obligacji wartej 120 mln zł), Lokum Deweloper potroił stan kasy (do 98,5 mln zł, głównie dzięki emisji akcji i obligacji), Marvipol niemal podwoił środki (do 155 mln zł), i tak dalej. Do deweloperów płyną pieniądze od nabywców mieszkań, to zaś przekonuje inwestorów do powierzania im kolejnych środków. Inna sprawa, czy deweloperzy rzeczywiście potrzebują nowych obligacji i kredytów? W I kwartale 2016 r. spośród wymienionych firm, tylko spółka zależna Wikany informowała o zamknięciu emisji wartej 5 mln zł, za to z domknięcia pełnego programu publicznych emisji obligacji zrezygnował w tym czasie Murapol, który w ubiegłym roku sprzedał 1875 mieszkań netto.

Może się więc okazać, że mieszkaniowa hośba, która – o czym już wiadomo – rozwijała się w najlepsze także w I kwartale 2016 r. – ograniczy skutecznie apetyt deweloperów na nowy dług.

Niskie zadłużenie

Miejsca na uplasowanie długu nie brakuje. Z wyjątkiem Wikany pozostali deweloperzy

SITUACJA DEWELOPERÓW MIESZKANIOWYCH NA KONIEC 2015 R.

	Dług netto/ kapitał własny		Wskaźnik ogólnego zadłużenia		Wskaźnik szybkiej płynności		Średni pieniężny (w mln zł)	Rentowność obligacji brutto (w proc.)
Kmirent	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Dom Development	0,09	0,17	0,47	0,5	1,3	1,26	282,8	221,6
ED Invest	0,2	0,04	0,59	0,52	4,29	4,25	4,3	8,3
J.W. Construction	0,79	0,55	0,57	0,63	0,62	1,05	41,5	188,4
Lokum Deweloper	0	-0,14	0,26	0,11	1,8	10,6	11	98,5
Mak Dom	0,95	-0,15	0,62	0,55	1,86	0,88	12	31,8
Marvipol	0,67	0,3	0,62	0,67	1,16	81,6	150,4	brak danych
Murapol	0,7	0,64	0,57	0,56	0,86	0,95	1,8	13,3
Polnord	0,5	0,52	0,45	0,48	0,94	0,82	80,4	53,7
Robygu	0,43	0,54	0,28	0,23	1,42	1,02	140,6	122,9
Ronsa	0,17	0,33	0,46	0,47	1,85	1,68	20,8	99,5
Undevlopment	0,5	0,43	0,61	0,58	1,31	0,98	29,3	18,7
Vantage Development	0,48	0,54	0,41	0,47	1,55	2,64	35,2	59
Wikana	2,52	2,23	0,81	0,79	0,36	0,1	13,5	12,5
średnia/suma	0,60	0,46	0,53	0,55	1,60	2,10	852,2	1286

Źródło: obliczenia Obligacje.pl

utrzymywali wskaźnik długu netto (dług oprocentowany pomniejszony o posiadaną gotówkę) poniżej wartości kapitałów własnych, Lokum Deweloper i Mak Dom zaś miały więcej gotówki niż zobowiązań finansowych (blisko tego poziomu był także Dom Development i ED Invest). Tylko w czterech przypadkach deweloperzy zwiększyli w ubiegłym roku dzwignię finansową, pozostała dziewięćka wykorzystwała okres prosperity to zmniejszenia skali zadłużenia.

W efekcie średni wskaźnik zadłużenia finansowego netto spadł w ciągu roku z 0,60 do 0,46, co należy uznać za bardzo dobry wynik. W przeciwnym kierunku poruszał się natomiast wskaźnik ogólnego zadłużenia – relacja całkowitych zobowiązań do sumy aktywów wzrosła w ośmiu przypadkach, ale jest to konsekwencja mieszkaniowej hośby. Zobowiązania deweloperów tworzą bowiem zarówno wpłacone przez klientów zaliczki, jak i faktury od wykonawców. Średni wskaźnik ogólnego zadłużenia na poziomie 0,55 nie jest jednak sygnałem do niepokoju, choć znów od grupy odstaje Wikana (0,79).

Znakomita płynność

Korzystnie prezentuje się struktura zobowiązań w wymienionej grupie. Zobowiązania krótkoterminowe (a wliczają się do nich przecież także zaliczki od klientów) finansują średnio 27 proc. aktywów, co oznacza, że aktywa obrotowe finansowane są w większości długoterminowymi zobowiązaniami i kapitałem własnym.

Konsekwencją są wysokie wskaźniki płynności. Aktywa obrotowe pomniejszone o zapasy średnio 2,2 razy przekraczały wartość krótkoterminowych zobowiązań (pomniejszonych z kolei o wpłacone przez klientów zaliczki). W ośmiu przypadkach płynność szybko przekraczała całość krótkoterminowych zobowiązań, a ten wskaźnik nie jest przypominany bez kozery. W znacznie mniej ciekawych latach dla branży (2012–2013) spadek wskaźnika poniżej 0,3–0,2 odbił się wyraźnie na notowaniach obligacji deweloperów, a w kilku przypadkach (Gant, Religa Development) doprowadził nawet ogłoszenie upadłości. Średnia jest jednak zawyżona przez wyraźną nadpłynność Lokum Deweloper. Po jego wyłączeniu miałaby wartość 1,47, co także zaspokaja wymagania nawet konserwatywnych inwestorów (książkowa wartość mieści się w przedziale 0,8–1,2).

Tylko obligacji zał

Minusem tej sytuacji jest coraz niższa rentowność obligacji deweloperów mieszkaniowych na Catalyst. Spadające ryzyko oznacza bowiem wzrost notowań obligacji, co może cieszyć ich posiadaczy, ale ogranicza zyski tym, którzy dopiero teraz nabierają zaufania do branży. Papiery wymienionego tużina deweloperów dają średnio 5,5 proc. rentowności brutto przy rozpiętości od 7 proc. (Murapol) do 3,5 proc. (Dom Development), przy czym pominięto wygasające wkrótce papiery Robygu i Ronsa (krótki okres do wykupu znacząco zaburza rentowność). ☹☹

Catalyst | Upadłości omijają deweloperów

Ostatnia emisja obligacji dewelopera, która była notowana na Catalyst, a nie została wykupiona w terminie, należała do poznańskiego Trusta, a zdarzenie miało miejsce w grudniu 2014 r. Co znamienne, właśnie w 2014 r. (także za sprawą innych deweloperów, takich jak Gant czy Religa Development) indeks Default Rate osiągnął na Catalyst rekordowe wartości (7,4–8,0 proc.). Indeks ten – obliczany przez Obligacje.pl – mierzy relację wartości obligacji, które nie zostały wykupione w terminie, do wartości wszystkich serii zapadających w danym 12-miesięcznym okresie.

W I kwartale obniżył się on do 3,1 proc. z 3,5 proc. na koniec 2015 r. i z 6,9 proc. przed rokiem. W ostatnich trzech latach tylko raz znalazł się poniżej (2,6 proc. na koniec II kwartału ub.r.). Spadek był możliwy, ponieważ w I kwartale tylko jeden emitent (Kerdos) nie wykupił obligacji w terminie, w dodatku o relatywnie niewielkiej wartości (3 mln zł).

To właśnie małe emisje dominują odsetek defaultów na Catalyst (19 z 21 serii, które nie zostały wykupione w ostatnich 12 miesiącach, miały wartość poniżej 10 mln zł). Indeks Default Rate obliczany osobno dla serii o wartości do 10 mln zł wzrósł w I kwartale do 22,9 proc. (z 22,5 proc. na koniec roku i 16 proc. rok wcześniej) – niemal co czwarta złotówka zainwestowana w małą emisję nie wróciła więc do inwestorów. ☹☹

51
proc.

średnio o tyle przyrosła
gotówka w kasie
deweloperów.