

**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLESKI

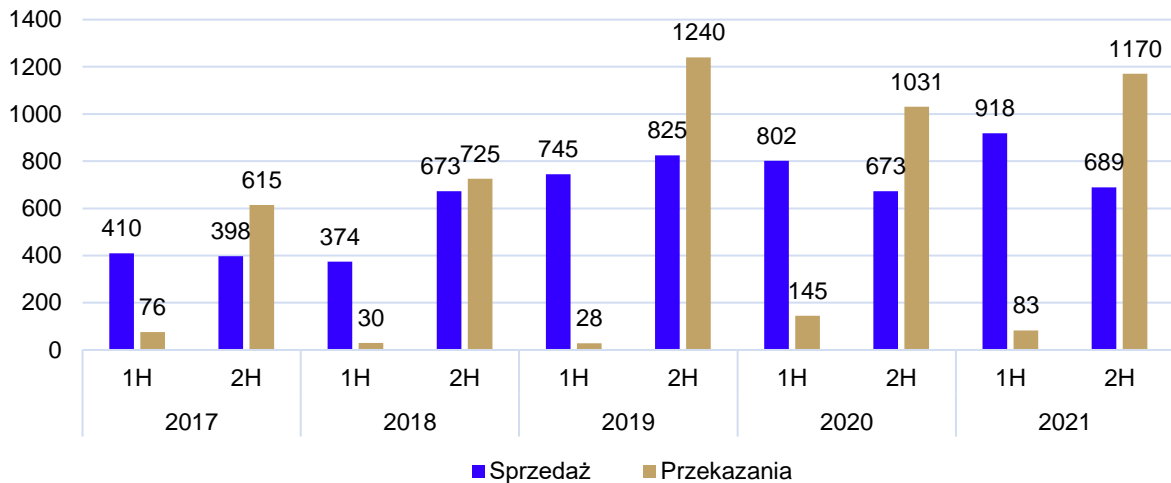
**Victoria Dom S.A.  
Raport kredytowy**

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Victoria Dom S.A. (Spółka), po wynikach za 4Q21 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 1 053 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 2024 r. Aby spłacić w terminie zadłużenie finansowe, pokryć koszty funkcjonowania oraz wypłacić dywidendy, Spółka przy przyjętych założeniach, musiałaby sprzedać i przekazać ok. 76% niesprzedanych jeszcze mieszkań (projekty w realizacji i planowane do zakończenia do końca 2024 r.). Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz ewentualnych zakupów nowych gruntów.
- W 2H 2021 Spółka sprzedała łącznie 689 mieszkań. W pierwszych czterech miesiącach 2022 r. sprzedaż wyniosła 414 lokali. Spółka posiada znaczący bank ziemi (umowy ostateczne oraz przedwstępne), który pozwala na budowę ponad 10 000 mieszkań, co odpowiada ok. 5 letniemu docelowemu poziomowi kontraktacji.
- Na koniec 2021 Spółka posiadała 1333 sprzedane i nieprzekazane lokale. Według danych na dzień 30.04.2022 r. wartość ta wynosiła 1646 lokali (Victoria Dom tradycyjnie dokonuje przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku). Dla projektów, których zakończenie budowy i przekazanie mieszkań planowane jest na 2022 r. sprzedanych jest ok. 76% mieszkań, a na 2023 r. ok. 50% lokali (umowy deweloperskie i rezerwacyjne). Spółka szacuje ponadto potencjał do uruchomienia i zakończenia budowy prawie 3 500 lokali w latach 2023-2024. Łącznie z projektami, które znajdują się aktualnie w ofercie daje to potencjał do zakończenia budowy ok. 6250 mieszkań do końca 2024 roku.
- Przychody ze sprzedaży w 2H21 wyniosły 466 mln zł. W tym okresie Spółka przekazała 1170 mieszkań. Średnia wartość przekazanego mieszkania wyniosła 398 tys. zł. Victoria Dom w 2021 r. zrealizowała wysoką marżę na sprzedaży brutto, która wyniosła 35%.
- Dług netto grupy na koniec 2H21 wyniósł 208 mln zł (+32 mln zł h/h) i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,61x (0,73 na koniec 1H21) wobec kowenantu na poziomie 1,0x. Wskaźnik dług netto/kapitał własny na tle branży wypada niekorzystnie, należy jednak zauważyć, że Spółka cechuje się względnie niską wartością kapitałów własnych w porównaniu z innymi deweloperami o podobnej skali działalności.
- W 2021 roku Spółka wydała na zakup gruntów rekordową kwotę 276 mln zł. W 2022 r. na ten cel zostało przeznaczonych kolejne 59 mln zł. Okres przygotowania inwestycji trwa aktualnie ok. 2 lat, dlatego przychody z aktualnych inwestycji w bank ziemi powinny być widoczne dopiero w długim okresie.

## PROJEKTY MIESZKANIOWE

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

W 2H 2021 Spółka sprzedała łącznie 689 mieszkań. W całym 2021 r. Victoria Dom sprzedała 1607 mieszkań. Jest to najlepszy wynik pod względem liczby sprzedanych mieszkań w historii działalności Spółki. Spółka koncentruje się na rynku warszawskim, na którym pod względem liczby sprzedanych mieszkań w 2021 r. uplasowała się na 3 miejscu, a jej udział wyniósł 6,6%.

W pierwszych czterech miesiącach 2022 r. Spółka sprzedała 414 mieszkań. Sprzedaż mieszkań w tym okresie determinowana była głównie przez rosnące stopy procentowe oraz niepewność związaną z wybuchem wojny na Ukrainie. Wzrost stóp procentowych prowadzący m.in. do zmniejszenia zdolności kredytowej potencjalnych klientów oraz wzrostu obsługi kredytu ma negatywny wpływ na liczbę sprzedanych mieszkań (spadek popytu widoczny jest w raportach większości deweloperów mieszkaniowych i sięgał w 1Q22 ok. 20-30%). Spowolnienie sprzedaży mieszkań widoczne było już pod koniec 2H21. W drugiej połowie roku Spółka sprzedała o 25% mniej mieszkań niż jego pierwszej części. Dotychczasowym celem sprzedażowym Spółki był poziom sprzedaży ok. 2000 mieszkań rocznie. W przedstawionych okolicznościach osiągnięcie celu wydaje się mało prawdopodobne. Patrząc na aktualny harmonogram budów i wprowadzania inwestycji do sprzedaży wydaje się, że problemem nie będzie niska oferta, lecz brak popytu na mieszkania. W poprzednich latach popyt na mieszkania był wysoki, co wiązało się z tym, że większość mieszkań była wykupowana już na etapie rozpoczęcia budowy. W przypadku utrzymującego się niższego popytu można oczekiwać, że część mieszkań w inwestycjach już wybudowanych będzie niesprzedana i utrzymywana na bilansie jako produkty gotowe.

Spółka posiada znaczący bank ziemi (umowy ostateczne oraz przedwstępne), który pozwala na budowę ponad 10 000 mieszkań, co odpowiada ok. 5 letniemu docelowemu poziomowi kontraktacji. Jednocześnie Spółka zamierza w dalszym ciągu rozbudowywać bank ziemi i przeznaczać na zakup gruntów ok. 100-200 mln rocznie. W 2021 roku Spółka wydała na zakup gruntów rekordową kwotę 276 mln zł. W 2022 r. na ten cel zostało już przeznaczonych

kolejne 59 mln zł. Okres przygotowania inwestycji trwa aktualnie ok. 2 lat, dlatego przychody z aktualnych inwestycji w bank ziemi powinny być widoczne dopiero w długim okresie.

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji i planowane do zakończenia do końca 2024 r.

<b>Dzielnica</b>	<b>Liczba lokali</b>	<b>Struktura</b>
Białoleka	1667	27%
Włochy	1372	22%
Praga Południe	639	10%
Ursus	529	8%
Tarchomin	356	6%
Targówek	285	5%
Bemowo	278	4%
Rembertów	151	2%
Pozostałe miasta	973	16%

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Strategia działalności Spółki zakłada dalszy rozwój w sektorze mieszkaniowym, przede wszystkim poprzez realizację projektów wieloetapowych, które będą przynosić przychody w długim okresie. Victoria Dom chce pozostać głównym graczem na rynku warszawskim, rozszerzać ofertę na rynku krakowskim oraz w przypadku wystąpienia dogodnych warunków rynkowych, nie wyklucza rozpoczęcia działalności w kolejnych lokalizacjach w Polsce.

Do końca 2021 r. Spółka zrealizowała 81 projektów inwestycyjnych o łącznej powierzchni 429 tys. m<sup>2</sup>, w tym 665 domów jednorodzinnych, 7 248 mieszkań oraz 132 lokale usługowe. Historycznie główną dzielnicą, w której Spółka realizowała inwestycje była Białoleka. Biorąc pod uwagę aktualny bank ziemi, mieszkania na Białolece w dalszym ciągu będzie stanowić istotną część oferty dewelopera, jednak Spółka sukcesywnie pozyskuje również grunty w innych dzielnicach Warszawy jak i innych miastach.

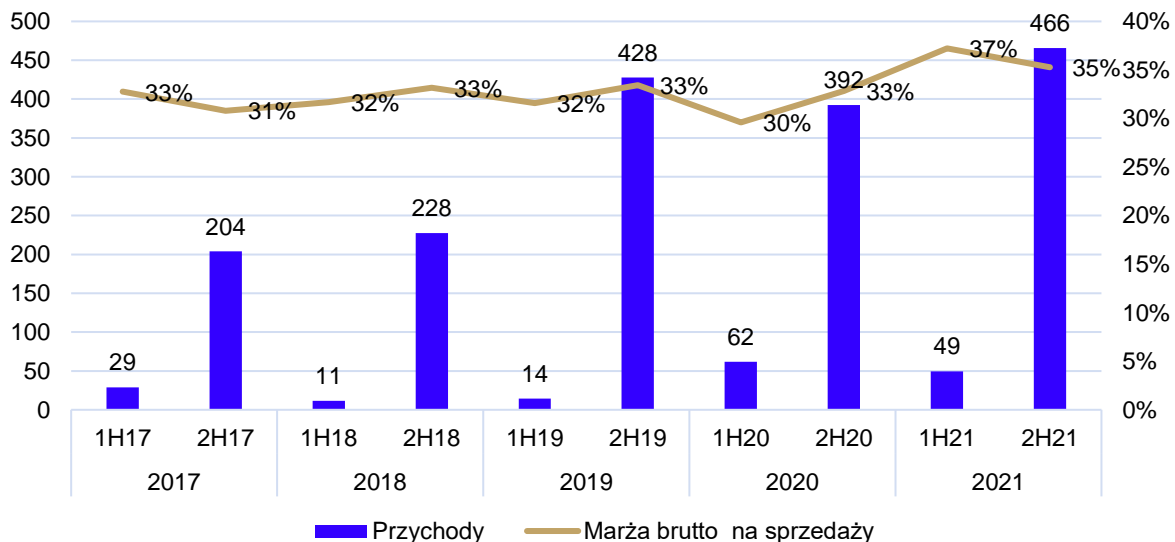
Na koniec 2021 Spółka posiadała 1333 sprzedane i nieprzekazane lokale. Według danych na dzień 30.04.2022 r. wartość ta wynosiła 1646 lokali (Victoria Dom tradycyjnie dokonuje przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku). Dla projektów, których zakończenie budowy i przekazanie mieszkań planowane jest na 2022 r. sprzedanych jest ok. 76% mieszkań, a na 2023 r. ok. 50% lokali (umowy deweloperskie i rezerwacyjne). Spółka szacuje ponadto potencjał do uruchomienia i zakończenia budowy prawie 3 500 lokali w latach 2023-2024. Łącznie z projektami, które znajdują się aktualnie w ofercie daje to potencjał do zakończenia budowy ok. 6250 mieszkań do końca 2024 roku.

Tabela: Rachunek zysków i strat

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Przychody netto ze sprzedaży	441 943	453 815	515 102
Koszty sprzedaży	294 425	306 757	332 493
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>147 518</b>	<b>147 058</b>	<b>182 609</b>
Koszty sprzedaży	7 951	9 430	13 274
Koszty ogólnego zarządu	20 486	21 848	34 633
Zysk (strata) ze sprzedaży	119 081	115 779	134 702
Pozostałe przychody operacyjne	247	753	2 634
Pozostałe koszty operacyjne	3 851	1 135	2 064
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>115 477</b>	<b>115 398</b>	<b>135 273</b>
Przychody finansowe	2 860	5 061	2 652
Koszty finansowe	11 208	13 970	24 553
Zysk (strata) na sprzedaży całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych	0	2 215	0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	107 129	108 704	113 372
Odpis wartości firmy	0	158	947
Zysk (strata) z udziałów w jednostkach podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	0	786	64
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>107 129</b>	<b>109 332</b>	<b>112 489</b>
Podatek dochodowy	20 683	20 601	21 490
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>86 447</b>	<b>88 732</b>	<b>90 999</b>

Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Wykres: Przychody (tys. zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży



Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w 2H21 wyniosły 466 mln zł. W tym okresie Spółka przekazała 1170 mieszkań. Średnia wartość przekazanego mieszkania wyniosła 398 tys. zł. Przychody ze sprzedaży rozpoznawane są w wyniku finansowym w momencie przekazania lokalu. Spółka tradycyjnie dokonuje przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku (wynikało to z harmonogramu realizacji inwestycji). W 2H21 Spółka rozpoznała 90% rocznych przychodów, w 2020 r. przychody w okresie lipiec – grudzień stanowiły 87% rocznych przychodów, natomiast w 2019 r. 97%. W 2022 r. struktura przekazania może ulec zmianie. Na pierwszą połowę roku planowane jest przekazanie większej niż w ostatnich latach liczby mieszkań - ok. 300 mieszkań, a w drugiej kolejnych ok. 1 000 lokali.

Victoria Dom w 2021 r. zrealizowała wysoką marżę na sprzedaży brutto, która wyniosła 35%. Zrealizowana marża jest jedną z najwyższych wśród deweloperów mieszkaniowych w 2021 r. Podstawą tak dobrego wyniku jest w dużej mierze względnie niski koszt gruntów. W projektach zrealizowanych w ostatnim roku udział kosztu gruntu w ogóle kosztów był niski – grunty pod zrealizowane projekty były kupione stosunkowo tanio. W poprzednim roku ceny gruntów dynamicznie rosły głównie za sprawą ich coraz mniejszej dostępności. W tym okresie Spółka poczyniła duże zakupy działek (za niespełna 300 mln zł). Dla tych projektów koszt gruntu za m<sup>2</sup> jest zdecydowanie wyższy. Dodatkowo dochodzą rosnące koszty wykonawstwa. W przedstawionej sytuacji rosnących kosztów utrzymanie marży ponad 30% wydaje się mało prawdopodobne, a rentowność na sprzedaży w kolejnych latach powinna ukształtować się bliżej 20%-25%.

Koszty SG&A w 2021 r. wyniosły 48 mln zł (+17 mln zł r/r). Ich udział w przychodach wyniósł 9,3%. Wzrost kosztów można wiązać m.in. ze wzrostem kosztów energii oraz wynagrodzeń.

Zysk netto w 2021 r. wyniósł 91 mln zł (+2 mln zł r/r), co odpowiada marży na poziomie 18% i jest zgodnie z szacunkami przedstawionymi w poprzednim raporcie kredytowym. Spółka z zysku 2020 r. wypłaciła 26 mln zł dywidendy, co stanowiło 29% zysku netto. Spółka w kolejnych latach, planuje kontynuowanie wypłat dywidend zgodnie z ograniczeniami wyznaczonymi przez kowenanty obligacji – do 30% zysku netto (do 50% zysku netto za 2023 r. i późniejsze). Oznacza to, że dywidenda za rok 2021 może wynieść maksymalnie 27,3 mln zł

W 2022 r. Spółka planuje przekazać ok. 1300-1400 mieszkań. Jeżeli plan zostanie zrealizowany wydaje się, że całkowite przychody mogą być trochę wyższe niż w poprzednim roku. Ze względu na oczekiwany spadek realizowanej marży na sprzedaży wydaje się, że w kolejnym roku wynik netto nie będzie wyższy niż uzyskany w 2021 r.

## POTENCJAŁ DO GENEROWANIA GOTÓWKI

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

- I. ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią średnie ceny mieszkań na realizowanych dotychczasowo inwestycjach i moje założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży) dla wszystkich lokali, które na koniec 4Q21 nie były sprzedane,
- II. liczbę sprzedanych w przyszłości lokali

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 4Q21 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 2024 roku (11.01.2025 - data wykupu ostatnio wyemitowanych obligacji – seria T). Analiza nie obejmuje zatem pełnego banku ziemi, który posiada Spółka.

Tabela: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych do zakończenia do końca 2024 r. na zmianę założeń M/S DM

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
mln zł		90%	95%	100%	105%	110%
Sprzedaż mieszkań	100%	821	937	1053	1169	1285
	95%	716	826	937	1047	1157
	90%	612	716	821	925	1030
	85%	507	606	705	803	902
	80%	403	496	588	681	774
	75%	298	385	472	559	646
	70%	194	275	356	437	519
	65%	89	165	240	316	391
	60%	-15	54	124	194	263
	55%	-120	-56	8	72	136
	50%	-224	-166	-108	-50	8

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 1 053 mln zł gotówki. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali, oczekiwane nakłady na ich budowę oraz otrzymane przedpłaty, lecz nie uwzględnia podatków. Zakładam konserwatywne podejście do realizowanych marż na projektach mieszkaniowych spowodowane wzrastającymi kosztami finansowymi (rosnące stopy procentowe), a także presją cenową ze strony generalnych wykonawców, która nie będzie w pełni kompensowana wzrostami cen mieszkań.

Na koniec 2021 r. dług finansowy Spółki wynosił 409 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług wyniosły 51 mln zł. Zakładam, że Spółka będzie ponosić ok. 48 mln zł kosztów SG&A rocznie, co w perspektywie 3 lat daje łącznie ok. 144 mln zł. Zakładam, że Spółka będzie wypłacać dywidendę w maksymalnej wysokości wyznaczonej przez kowenanty obligacji tj. w wysokości 30% zysku netto za 2021 i 2022 r. oraz 50% z zysku za 2023 r. Dla celów analizy zakładam, że zysk netto będzie utrzymywał się na poziomie zysku wypracowanego w 2021 r., w związku z czym do końca 2024 r. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy ok. 100 mln zł. Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 2024 r. wyniosą ok. 704 mln zł (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów).

Spółka na dzień bilansowy posiadała 200 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (z uwzględnieniem środków na MRP). Po uwzględnieniu tej wartości Spółka musiałaby w perspektywie 3 lat wygenerować ok. 504 mln zł dodatkowych środków pieniężnych, aby spłacić zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania oraz wypłacić dywidendy. Oznacza to, że Spółka przy moich założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie dotychczas sprzedane lokale oraz sprzedać i przekazać ok. 76% pozostałych lokali w realizowanych i planowanych projektach.

## ANALIZA BILANSU

W mln zł	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	% sumy bilansowej
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>105 970</b>	<b>123 114</b>	<b>143 189</b>	<b>12%</b>
Wartości niematerialne i prawne	324	203	150	0%
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	3 629	2 682	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	17 987	46 184	45 416	4%
Należności długoterminowe	23 000	461	1 232	0%
Inwestycje długoterminowe	18 365	20 937	39 064	3%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	46 295	51 700	54 644	5%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>527 770</b>	<b>745 333</b>	<b>1 048 970</b>	<b>88%</b>
Zapasy	385 534	461 435	785 105	66%
Należności krótkoterminowe	16 839	71 883	46 063	4%
Inwestycje krótkoterminowe	124 813	210 637	215 843	18%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	583	1 377	1 959	0%
<b>Aktywa razem</b>	<b>633 740</b>	<b>868 447</b>	<b>1 192 158</b>	<b>100%</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>214 504</b>	<b>277 682</b>	<b>342 702</b>	<b>29%</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>419 236</b>	<b>590 765</b>	<b>849 456</b>	<b>71%</b>
Rezerwy na zobowiązania	76 090	85 560	88 226	7%
<b>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</b>	<b>162 364</b>	<b>214 328</b>	<b>374 965</b>	<b>31%</b>
Kredyty i pożyczki	19 836	28 958	58 411	5%
Dłużne papiery wartościowe	120 555	134 262	263 238	22%
Inne zobowiązania finansowe	7 411	31 704	34 555	3%
Inne	14 561	19 404	18 761	2%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>83 224</b>	<b>131 507</b>	<b>180 959</b>	<b>15%</b>
Kredyty i pożyczki	7 507	20 113	10 437	1%
Dłużne papiery wartościowe	1 159	37 399	38 600	3%
Inne zobowiązania finansowe	1 216	2 941	3 263	0%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	51 097	40 689	50 887	4%
Inne	17 920	23 853	65 428	5%
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>97 558</b>	<b>159 370</b>	<b>205 306</b>	<b>17%</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>633 740</b>	<b>868 447</b>	<b>1 192 158</b>	<b>100%</b>

Na koniec 2021 r. suma aktywów wyniosła 1 192 mln zł (+134 mln zł h/h), wobec 868 mln zł na koniec 2020 r. i 634 mln zł na koniec 2019 r. Szybki wzrost aktywów pokazuje istotny wzrost skali działalności Spółki w ostatnich latach (wzrost sprzedaży, inwestycje w grunty). Po stronie aktywów główną pozycję stanowiły zapasy (66% sumy bilansowej), które wyniosły 785 mln zł (+33 mln zł h/h). W wartości zapasów ujmowana jest przede wszystkim produkcja w toku (aktualnie realizowane inwestycje) oraz towary (grunty). Za ubiegłoroczny wzrost wartości zapasów (+290 mln zł r/r) odpowiadają przede wszystkim inwestycje w grunty. Wartość bilansowa towarów w tym okresie wzrosła o 191 mln zł r/r.



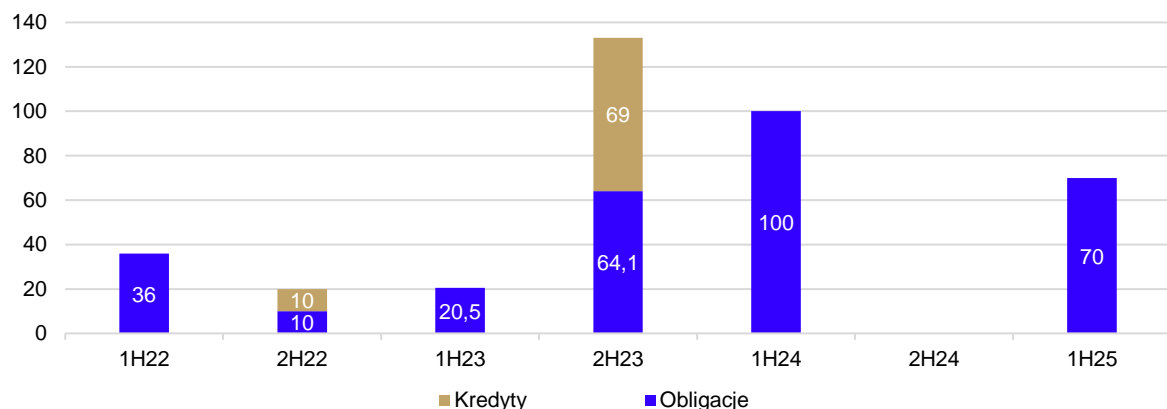
W 2H21 dokonano przekwalifikowania posiadanych obligacji Victoria House S.A. z aktywów krótkoterminowych do długoterminowych (inne papiery wartościowe, 33 mln zł). Z kolei pożyczka dla Victoria Wohnungsbau została przekwalifikowana z aktywów długoterminowych do krótkoterminowych (data wymagalności 09.2022 r., 15,5 mln zł). Saldo środki pieniężnych i innych aktywów pieniężnych (z uwzględnieniem środków na MRP) na koniec 2021 r. było wysokie i wyniosło 200 mln zł (+93 mln zł h/h).

Kapitał własny na koniec 2021 r. wyniósł 343 mln zł (+99 mln zł h/h), jego wzrost związany z osiągniętym zyskiem netto. Zobowiązania długoterminowe na dzień 31.12.2021 r. wynosiły 375 mln zł (+111 mln h/h), z czego 263 mln zł to obligacje (+90 mln zł h/h), 58 mln zł kredyty (+19 mln zł h/h), a 34 mln zł leasing (którego przedmiotem jest samolot). Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 181 mln zł (+53 mln zł h/h), z czego 52 mln zł to zobowiązania finansowe (+10 mln zł h/h). Rozliczenia międzyokresowe (zaliczki od klientów) wyniosły 205 mln zł (-160 mln zł h/h). Ich spadek wynika z dużej liczby przekazanych mieszkań w 2H21. Wpłaty od klientów na rachunki powiernicze są uwzględnione również w pozycji innych zobowiązań krótkoterminowych (48,5 mln zł). Łączna wartość zobowiązań z tytułu zaliczek wpłaconych od nabywców mieszkań na koniec 2H21 wyniosła ok. 254 mln zł.

## ZADŁUŻENIE

Zadłużenie finansowe brutto na koniec 2021 r. wyniosło 409 mln zł (+125 mln zł h/h). Główną formą finansowania działalności Spółki pozostają obligacje, które odpowiadają za 74% długu brutto. Wzrost zadłużenia finansowego w 2H21 wynika przede wszystkim z przeprowadzonych emisji obligacji, których saldo w ostatnim półroczu wzrosło 92 mln zł i wyniosło 302 mln zł. Saldo kredytów wzrosło o 28 mln zł i wyniosło 69 mln zł (głównie refinansowanie zakupu gruntu na Bemowie – kredyt obrotowy). Pozyskane finansowanie obligacyjne i bankowe zostało przeznaczone w większości na zakup gruntów – powiększenie banku ziemi. Od początku 2021 r. na ten cel zostało przeznaczonych ponad 330 mln zł.

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia finansowego (mln zł)



Kowenanty notowanych serii obligacji określają maksymalny wskaźnik długu netto do kapitałów własnych, który powinien zostać utrzymywany na poziomie poniżej 1,0x. Ponadto występuje zapis, który określa, że w przypadku kiedy wskaźnik znajdzie się w przedziale 0,8-1,0x marża wzrasta o 0,5p.p. Obligacje nakładają także na Spółkę ograniczenie dotyczące wypłaty dywidendy, która nie może przekroczyć 30% zysku netto wykazanego w ostatnim

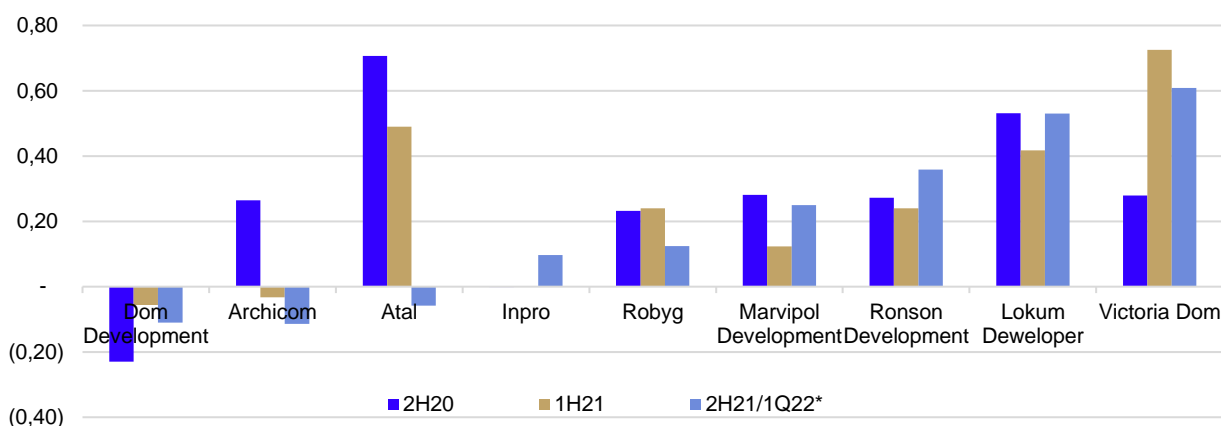
zbadanym sprawozdaniu finansowym (należy zaznaczyć, że kowenanty obligacji serii S, S2, T zezwalają natomiast na wypłatę dywidendy w wysokości do 50% zysku netto wykazanego w zbadanym sprawozdaniu za rok 2023 i późniejsze). W związku z powyższym można zakładać, że większość wypracowanego zysku w kolejnych latach będzie zasilać kapitał zapasowy Spółki i tym samym zwiększać stabilność finansową.

Zgodnie ze sprawozdaniem z działalności GK Victoria Dom S.A., nienotowane serie obligacji posiadają ponadto poniższe kowenanty dotyczące poziomu wybranych wskaźników finansowych:

- Dług netto / EBITDA 12 M (dopuszczalna wartość <4),
- Dług netto / Aktywa Operacyjne (dopuszczalna wartość <0,6).

Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 200 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (z uwzględnieniem środków na MRP) co implikuje wartość długu netto na poziomie 208 mln zł (+32 mln zł h/h). Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 2021 r. wyniósł 0,61x (0,73x na koniec 1H21).

Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitał własny wśród deweloperów\*



\*dane na 31.12.2021 dla Victoria Dom, Robyg. Do analizy wybrano deweloperów mieszkaniowych obecnych na rynku Catalyst. Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego), faktoringu – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Aktualny wskaźnik dług netto/kapitał własny na tle branży wypada niekorzystnie, należy jednak zauważyć, że Spółka cechuje się względnie niską wartością kapitałów własnych w porównaniu z innymi deweloperami o podobnej skali działalności. W 2H21 za sprawą osiągniętego zysku netto, kapitał własny wzrósł o 99 mln zł, co pozwoliło nawet przy nominalnym wzroście zadłużenia finansowego obniżyć poziom wskaźnika zadłużenia.

W kolejnych okresach Spółka może jednak w dalszym ciągu zwiększać zadłużenie finansowe ze względu na spowolnienie tempa sprzedaży mieszkań. W poprzednich okresach proces budowy inwestycji większości deweloperów obecnych na rynku Catalyst był finansowany w dużej mierze przedpłatami klientów. W sytuacji obserwowanego spadku sprzedaży, Spółka może mieć konieczność pozyskiwać w większym niż dotychczas stopniu kredyty bankowe. Może to wiązać się to ze wzrostem salda kredytów i ich udziału w strukturze zadłużenia

finansowego Spółki. Prowadzić to będzie również do wzrostu kosztów finansowania projektów, co może mieć wpływ na realizowane marże.

Jednocześnie wydaje się, że Spółka w kolejnych okresach nie powinna ponosić tak dużych wydatków na bank ziemi jak w poprzednim roku. Aktualny bank ziemi pozwala na budowę ponad 10 000 mieszkań, co odpowiada ok. 5-letniemu poziomowi docelowej kontraktacji. Na podstawie powyższego można przypuszczać, że w najbliższych kwartałach Spółka nie będzie dążyć do pozyskiwania kolejnego zadłużenia obligacyjnego.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.