

## Victoria Dom S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową grupy, w której jednostką dominującą jest Victoria Dom S.A. (Spółka), po wynikach za 2Q'21 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Na koniec 1H'21 Spółka posiadała w ofercie ponad 800 lokali, natomiast liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wyniosła 2030, z czego dla projektów, których zakończenie budowy planowane jest na 2021 r. sprzedanych jest ponad 91% mieszkań. Spółka szacuje potencjał do przekazania 1464 mieszkań w 2H'21. Victoria Dom tradycyjnie przekazuje mieszkania nabywcom w znakomitej większości w 2. połowie roku, co wynika z harmonogramu realizacji projektów deweloperskich.
- Spółka posiada znaczący bank ziemi, który pozwala na budowę ponad 10 000 mieszkań, co odpowiada ok. 4-5 letniemu docelowemu poziomowi kontraktacji.
- Dług netto grupy na koniec 1H'21 wyniósł 177 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,73x wobec kowenantu na poziomie 1,0x. Należy zauważyć, że okresowość uzyskiwanych przychodów oraz wypłat dywidendy pociągają za sobą wzrost wskaźnika w 1. połowie roku, a następnie jego wyraźny spadek w drugiej połowie roku (na koniec 2020 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,28x).
- Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które odpowiadają za 74% długu brutto. Od początku roku Spółka wyemitowała obligacje o wartości 100 mln zł, które zostały wykorzystane przede wszystkim na powiększenie banku ziemi (w tym czasie Spółka wykupiła również obligacje o wartości 36,06 mln zł). Istotne wykupy obligacji przypadają na przełom 2023/2024 roku. Przed zapadalnością obligacji Spółka będzie uwalniać gotówkę z realizacji projektów – do końca 2023 roku Spółka ma zamiar ukończyć projekty mieszkaniowe na łącznie 5267 lokali.
- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 866 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 2023 r. Aby spłacić w terminie zadłużenie finansowe (z uwzględnieniem obligacji zapadających w 1H'24) oraz opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, a także wypłacić dostępny limit dywidendy, Spółka przy naszych założeniach, musiałaby sprzedać ok. 59% (~1900) niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu że zostaną ukończone wszystkie potencjalne projekty). Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz ewentualnych zakupów nowych gruntów.
- Grupa w 2020 r. osiągnęła 89 mln zł skonsolidowanego zysku netto. Polityka dywidendowa Spółki określana jest poprzez kowenanty obligacji, które ograniczają wysokość wypłaty dywidendy do 30% wypracowanego zysku (od 2023 do 50%), w związku z czym większość zysku w kolejnych latach powinna zasilać kapitał zapasowy Spółki, tym samym zwiększając stabilność finansową.

### PROFIL SPÓŁKI:

Jeden z największych deweloperów mieszkaniowych na rynku warszawskim, prowadzący działalność również w Krakowie, koncentrujący się na segmencie mieszkań popularnych.

### Outstanding obligacji:

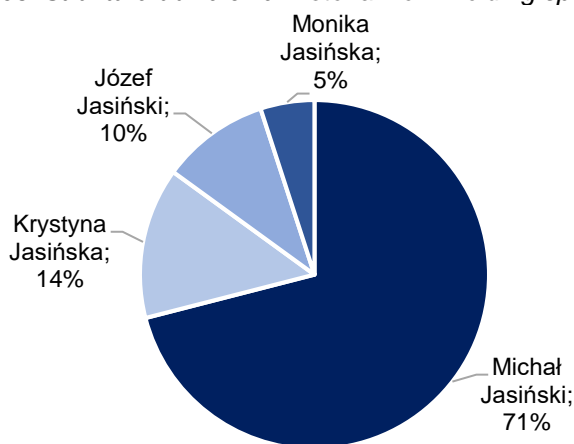
Seria	m zł	YTM
D	10	b.d
F	10	b.d
I	10	b.d.
K/L	26,03	5,16
M	10	4,61
N	10,52	6,1
O	11	5,27
P	43,06	5,14
R	25	b.d.
S	50	5,09
S2	25	5,72
Suma	230,6	

## Opis Spółki

Victoria Dom jest deweloperem mieszkaniowym działającym na polskim rynku już od 1998 r. Spółka od 2012 roku rozwija działalność głównie w oparciu o budowę mieszkań w budynkach wielorodzinnych, koncentrując się na segmencie popularnym. Victoria Dom jest jednym z liderów pod względem sprzedaży mieszkań na rynku warszawskim. W 2020 roku Spółka rozszerzyła swoją działalność o rynek krakowski.

Akcje Spółki nie są notowane na GPW, lecz przedsiębiorstwo jest aktywnym uczestnikiem rynku Catalyst – pierwsza emisja obligacji, która trafiła na ten rynek, miała miejsce w 2014 r.

Wykres: Struktura udziałowa Victoria Dom Holding sp. z o.o.



Źródło: Dane Spółki

Jedynym akcjonariuszem Victoria Dom S.A. jest Spółka Victoria Dom Holding sp. z o.o., której udziałowcami są Michał Jasiński, Krystyna Jasińska, Józef Jasiński oraz Monika Jasińska.

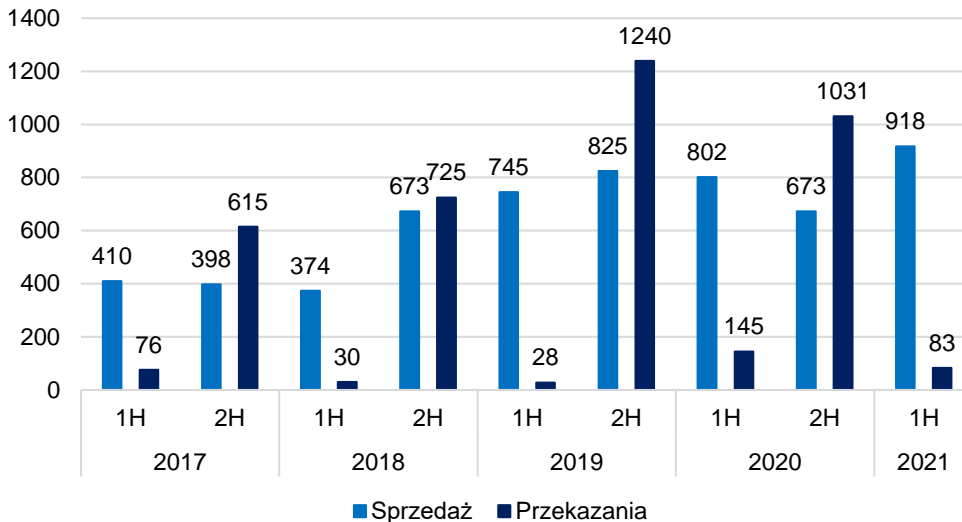
Prezesem Spółki jest Michał Jasiński, współzałożyciel firmy, posiadający 71% udziałów w spółce Victoria Dom Holding sp. z o.o.

## Projekty mieszkaniowe

Do końca 2020 r. Spółka zrealizowała 71 projektów inwestycyjnych, w tym 665 domów jednorodzinnych, 5 770 mieszkań oraz 115 lokali usługowych (o łącznej powierzchni użytkowej ponad 365 tys. m<sup>2</sup> PUM). Historycznie główną dzielnicą, na której Spółka realizowała inwestycje była Białołęka, która odpowiadała za 64% inwestycji (ze względu na PUM). Udział Białołęki spada w ostatnich latach i będzie się dalej zmniejszał w kolejnych.

Strategia działalności Spółki zakłada dalszy rozwój w sektorze mieszkaniowym, przede wszystkim poprzez realizację projektów wieloetapowych, które będą przynosić przychody w długim okresie. Spółka w kolejnych latach zamierza sprzedawać ok. 2000-2500 mieszkań rocznie. Victoria Dom chce pozostać głównym graczem na rynku warszawskim, rozszerzać ofertę na rynku krakowskim (gdzie pierwsze mieszkania zostaną oddane do użytkowania na koniec 2021 r.), oraz w przypadku wystąpienia dogodnych warunków rynkowych, nie wyklucza rozpoczęcia działalności w kolejnych lokalizacjach w Polsce. Ponadto Spółka rozważa rozwój w zakresie usług generalnego wykonawstwa poprzez Spółkę Victoria Construction.

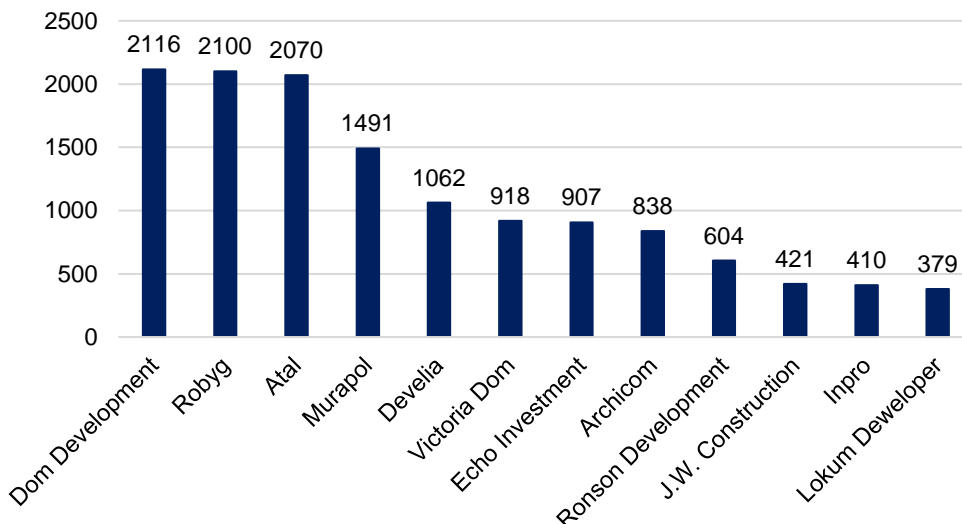
Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali w ofercie Victoria Dom



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

W 1H 2021 Spółka sprzedała łącznie 918 mieszkań i pod względem liczby sprzedanych mieszkań plasuje się w czołówce deweloperów w Polsce. Victoria Dom koncentruje się przede wszystkim na rynku warszawskim, na którym pod względem liczby sprzedanych mieszkań od kilku kwartałów plasuje się na drugim miejscu, po Dom Development. Victoria Dom zamierza dalej zwiększać skalę działalności projektów mieszkaniowych o czym świadczą plany sprzedażowe spółki (powyżej 2000 lokali rocznie vs. 1475 w 2020 r.).

Wykres: Sprzedaż deweloperów w 1H 2021



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe, raporty spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Spółka posiada znaczący bank ziemi, który pozwala na budowę ponad 10 000 mieszkań, co odpowiada ok. 4-5 letniemu docelowemu poziomowi kontraktacji. Jednocześnie Spółka zamierza w dalszym ciągu rozbudowywać bank ziemi i przeznaczać na zakup gruntów ok. 100-200 mln rocznie (w 1H 2021 Spółka dokonała inwestycji w kwocie ponad 100 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 realizacji do końca 2023 r.

Dzielnica	Liczba lokali	Struktura
Białołęka	1587	30%
Włochy	911	17%
Ursus	874	17%
Tarchomin	544	10%
Bemowo	393	7%
Targówek	288	5%
Kraków	267	5%
Praga Południe	252	5%
Rembertów	151	3%

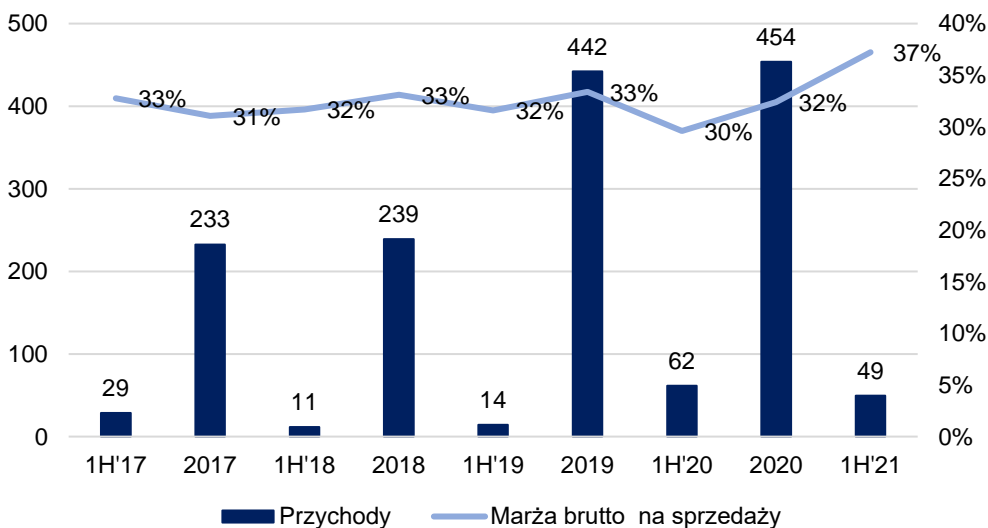
Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Na koniec 1H 2021 Spółka posiadała 2030 sprzedanych i nieprzekazanych lokali. Dla projektów, których zakończenie budowy planowane jest na 2021 r. sprzedanych jest ponad 91% mieszkań. Spółka szacuje potencjał do przekazania 1464 mieszkań w 2H 2021 r. Victoria Dom tradycyjnie dokonuje przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku. W ofercie na koniec ostatniego półrocza znajdowało się ponad 800 lokali. Oferta obejmuje mieszkania w różnych dzielnicach Warszawy, takich jak: Białołęka, Targówek, Praga Południe, Ursus, Włochy, Tarchomin (15 inwestycji). Ponadto w ofercie znajdują się mieszkania w Krakowie.

Spółka posiada potencjał, aby do końca 2023 r. zakończyć budowę 5267 mieszkań.

## Realizowane marże

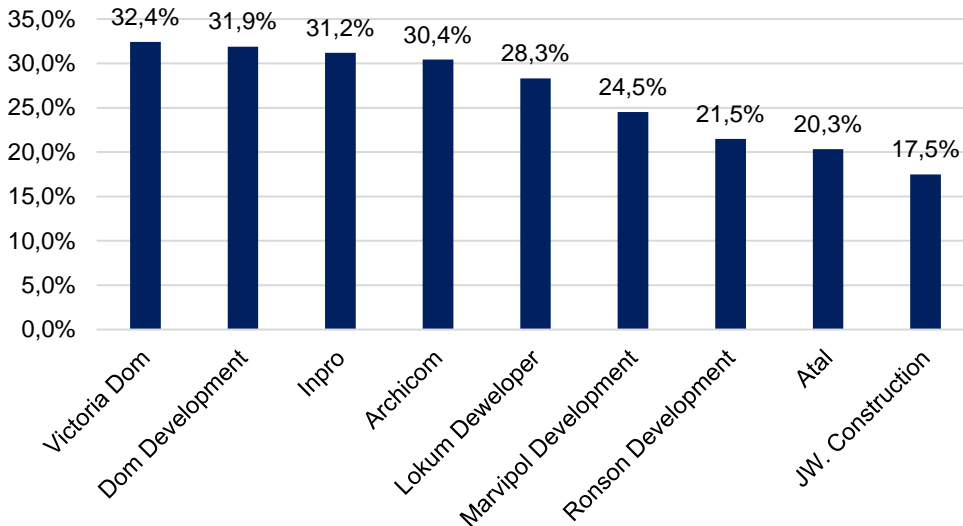
Wykres: Przychody (mln zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w 1H 2021 wyniosły 49 mln zł. Stanowi to 11% przychodów całego ubiegłego roku, jednak co można zauważyć na wykresie powyżej Spółka tradycyjnie dokonuje przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku (przychody ujmowane są po przekazaniu mieszkania). W 2020 r. przychody w okresie lipiec – grudzień stanowiły 87% rocznych przychodów, natomiast w 2019 r. odpowiednio 97%.

Wykres: Marża brutto na sprzedaży wśród deweloperów w 2020 r.



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Działalność deweloperska cechuje się wysoką rentownością sprzedaży. Victoria Dom w 2020 r. zrealizowała najwyższą rentowność wśród porównywanych spółek. W poprzednich latach Spółka również realizowała marżę brutto na sprzedaży na poziomie ponad 30%. Wyniki za 1H 2021 pokazują utrzymywanie wysokiej rentowności, która wyniosła w tym okresie rekordowe 37,22%.

Victoria Dom w poprzednich latach utrzymywała względnie niski poziom kosztów SG&A. W 2019 r. było to 6,43% przychodów, a w 2020 r. 6,89%. W 1H 2021 Spółka wykazała wyższe koszty stałe r/r, co po części może być wytłumaczone zwiększeniem skali działalności oraz jednorazową wypłatą premii z wyniku za 2020 r.

Zysk netto w 2020 r. wyniósł 89 mln zł, co odpowiada marży na poziomie 19,55%. W 1H 2021 Spółka wykazała stratę netto w wysokości 9,3 mln zł, jednak biorąc pod uwagę specyfikę przychodów, dla celów porównawczych należy analizować wyniki Spółki w ujęciu rocznym. Spółka z zysku 2020 r. wypłaciła 26 mln zł dywidendy, co stanowi 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).

Spółka planuje przekazać w 2H 2021 r. 1464 mieszkania co w naszej ocenie przełoży się na osiągnięcie porównywalnego albo wyższego niż w 2020 r. zysku netto przy założeniu zachowania marży brutto na sprzedaży na poziomie ponad 30%.

## 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 nasze założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży) dla wszystkich lokali, które na koniec 1H'21 nie były sprzedane,
- (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali

Wycenienia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 1H'21 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 2023 roku.

Wykres: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych do zrealizowania do końca 2023 r. na zmianę założeń M/S

mln zł	Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
	90%	95%	100%	105%	110%
100%	729	797	866	935	1003
95%	667	732	797	863	928
90%	605	667	729	790	852
85%	543	601	660	718	777
80%	481	536	591	646	701
75%	419	471	522	574	625
70%	357	405	454	502	550
65%	295	340	385	429	474
60%	234	275	316	357	399
55%	172	210	247	285	323
50%	110	144	179	213	247

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 866 mln zł przepływów pieniężnych netto. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na ich budowę.

Zadłużenie z tytułu emisji obligacji o terminie zapadalności do końca 2023 r. wynosi 126,6 mln zł, a zadłużenie kredytowe zapadające do tego czasu to 41,1 mln zł.

Zakładamy, że Spółka będzie ponosić ok. 35 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie, co w perspektywie 2,5 roku daje łącznie ok. 87,5 mln zł. Zakładamy, że Spółka będzie wypłacać dywidendę w maksymalnej wysokości wyznaczonej przez kowenanty obligacji tj. w wysokości 30% zysku netto (z zysku 2021 i 2022), dla celów analizy szacujemy, że zysk netto utrzyma się na poziomie zysku wypracowanego w 2020 r., w związku z czym do końca 2023 r. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy ok. 52 mln zł. Spółka na dzień bilansowy posiada 107 mln zł środków pieniężnych.

Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 2023 r. wynoszą ok. 307,2 mln zł (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów). Dodatkowo w 1H'24 zapadają obligacje o łącznej wartości 100 mln zł. Aby spłacić w terminie wskazane powyżej zadłużenie, łącznie z obligacjami zapadającymi w 1H'24, Spółka przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie lokale sprzedane i nieprzekazane oraz sprzedać i przekazać ok. 59% wszystkich pozostałych lokali w realizowanych projektach (czyli ok. 1904 mieszkania).

Nasze szacunki zakładają, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 2023 r. (5267 lokali). Oznacza to, że przy przekazaniu ok. 3934 lokali i pokryciu ww. wydatków, spółce pozostałoby ok. 1323 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu, oraz bank ziemi pozwalając na realizację blisko 5000 lokali (obliczenia nie uwzględniają wydatków na nowe grunty).

## *Analiza bilansu*

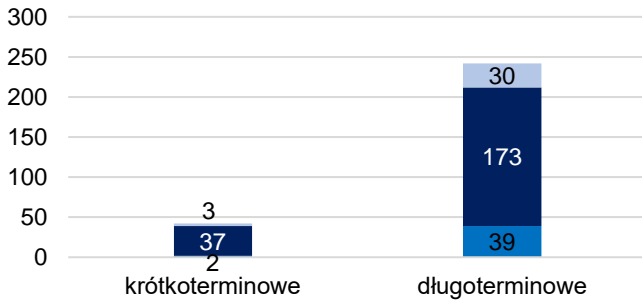
Na koniec 1H 2021 r. suma aktywów wyniosła 1 058 mln zł, wobec 868 mln zł na koniec 2020 r. i 634 mln zł na koniec 2019 r. Szybki wzrost aktywów pokazuje istotny wzrost skali działalności Spółki w ostatnich latach (wzrost sprzedaży, inwestycje w grunty). Po stronie aktywów główną pozycję stanowiły zapasy (71% sumy bilansowej), które wyniosły 752 mln zł. Wartość zapasów wzrosła o 290 mln zł względem końca 2020 r. W wartości zapasów ujmowana jest przede wszystkim produkcja w toku (aktualnie realizowane inwestycje) oraz towary (przede wszystkim grunty). Uwagę zwraca istotny wzrost wartości towarów, która to pozycja względem końca 2020 r. wzrosła o 117 mln zł. Pokazuje to, że zostały poczynione znaczące inwestycje w bank ziemi w ostatnim półroczu.

Istotną pozycją bilansu są także inwestycje krótkoterminowe, na które składają się środki pieniężne i inne aktywa pieniężne (107 mln zł), oraz obligacje wyemitowane przez Victoria House S.A., realizującą projekty mieszkaniowe w Berlinie i Lipsku (ich wartość wyniosła 32 mln zł).

Kapitał własny w 2020 r. wyniósł 278 mln zł, w 2019 r. 214 mln zł, a w 2018 r. 141 mln zł. Kapitał własny na koniec czerwca 2021 r. wyniósł natomiast 243 mln zł, co stanowi spadek o 34 mln zł względem końca 2020. Spadek związany jest głównie z wypłatą dywidendy o wartości 26 mln zł, oraz stratą netto w 1H'21. W ostatnich latach widoczny jest szybki wzrost kapitałów własnych Spółki, co związane było z generowaniem wysokiego zysku netto przy ograniczonej skali wypłaty dywidendy. Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.06.2021 r. wynosiły 264 mln zł (+50 mln zł względem 2020 r.), z czego 173 mln zł to obligacje, 39 mln zł kredyty, a 30 mln zł leasing (którego przedmiotem jest samolot). Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 127 mln zł (-4 mln zł względem 2020 r.), z czego 57 mln zł to zobowiązania handlowe, kredyty wynoszą 2 mln zł, a obligacje 37 mln zł. Do innych zobowiązań należą przede wszystkim zobowiązania wobec generalnych wykonawców z tytułu wpłaconych przez nich kaucji gwarancyjnych. Istotne źródło finansowania budów stanowią wpłaty klientów (krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe), których suma na koniec 1H 2021 r. wyniosła 365 mln zł co stanowi wzrost o 206 mln zł w pół roku (brak istotnych przekazania, dobra sprzedaż i wpłaty klientów na mieszkania w 1H 2021). Należy tu zauważyć, że w przypadku Victoria Dom w ostatnich latach saldo wpłat klientów spada na koniec roku, w wyniku zakończenia budów, przekazywania lokali nabywcom i co za tym idzie rozpoznania przychodów ze sprzedanych lokali.

## Zadłużenie

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia Victoria Dom



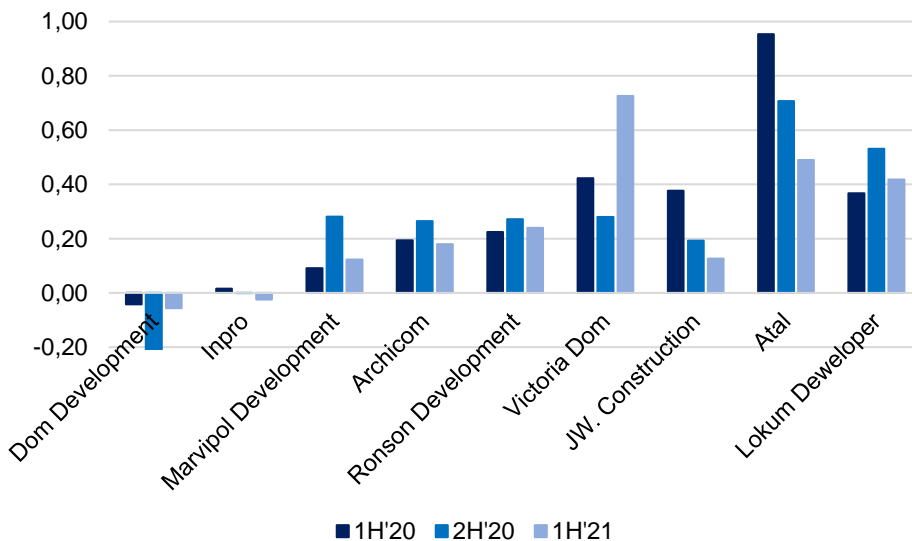
■ Inne zobowiązania finansowe ■ Obligacje ■ Kredyty i pożyczki

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Zadłużenie brutto Spółki na koniec 1H'21 wyniosło 284 mln zł, czyli 28 mln zł więcej niż na koniec 2020 r. Wzrost zadłużenia wynika przede wszystkim z przeprowadzonych emisji obligacji, których saldo w ostatnim półroczu wzrosło o niecałe 39 mln zł. Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 107 mln zł w środkach pieniężnych co implikuje wartość długu netto na poziomie 177 mln zł.

Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które odpowiadają za 74% długu brutto. Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek wynoszą 41 mln zł, poza tym Spółka wykazuje 33 mln zobowiązań leasingowych. Zadłużenie długoterminowe odpowiada za 85% długu brutto. Zadłużenie wymagalne w terminie do 12 miesięcy wyniosło 42 mln zł w związku z czym wskaźnik pokrycia zadłużenia krótkoterminowego gotówką wyniósł 2,55 co sugeruje niskie ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych w perspektywie najbliższego roku.

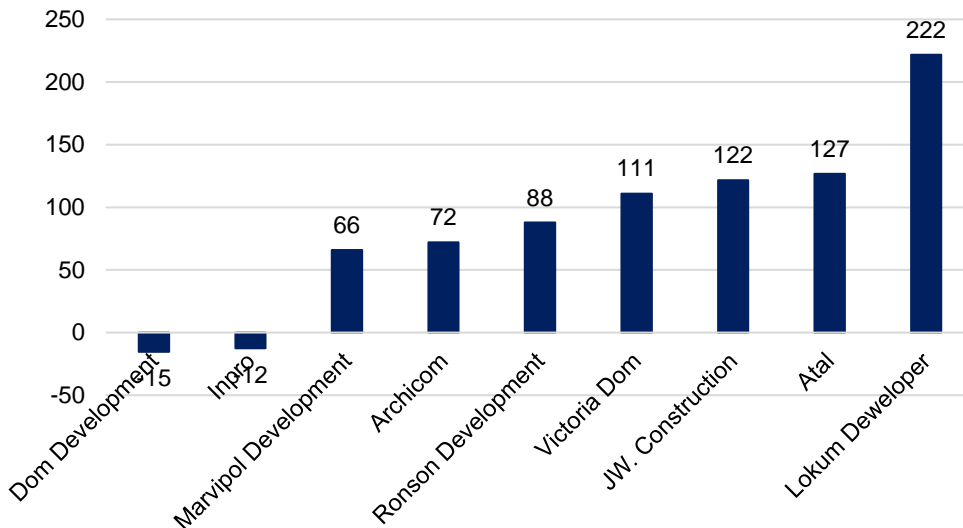
Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitały własne wśród deweloperów



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström  
\*raporty okresowe na 31.03.2021: dla Archicom, Inpro; dla pozostałych spółek na 30.06.2021



Wykres: Wskaźnik dług netto\*/sprzedaż mieszkań\*\* wśród deweloperów



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

\*Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego) – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki zgromadzone na mieszkaniowych rachunkach powierniczych)

\*\* sprzedaż mieszkań za okres 2H20-1H21

\*\*\*raporty okresowe na 31.03.2021: dla Archicom, Inpro; dla pozostałych spółek na 30.06.2021

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. Biorąc pod uwagę wskaźnik dług netto/sprzedaży mieszkań LTM, zadłużenie Spółki na tle konkurencji wypada korzystniej. Spółka w pierwszym półroczu dokonała znaczących zakupów gruntów oraz zwiększyła skalę działalności (znaczący wzrost zapasów częściowo finansowany emisją obligacji), co w kolejnych latach w naszej ocenie powinno dać pozytywny efekt widoczny w osiągniętych wynikach finansowych i generowanej gotówce.

Spółka przekazuje większość lokali w 2. połowie roku kalendarzowego, w związku z czym przychody z tych przekazania rozpoznawane zostają dopiero w wyniku całorocznym. Wpływa to na kształtowanie się wysokości kapitału własnego i długu netto w poszczególnych okresach. Osiągnięty zysk netto (w 2020 r. zysk netto wyniósł 89 mln zł) prowadzi do istotnego wzrostu kapitału własnego na koniec roku, co ma wpływ na kształtowanie się wskaźnika dług netto/kapitał własny. Wpływ na wskaźnik ma także wypłata dywidendy, która zazwyczaj odbywa się w pierwszym półroczu danego roku. Powyższe okoliczności wpływają na występowanie sezonowości w kształtowaniu wskaźnika dług netto/kapitał własny, gdzie wskaźnik osiąga wyższe wartości na koniec pierwszego półrocza, względem końca roku. W 2020 r. Spółka na koniec półrocza wykazała wskaźnik na poziomie 0,42, podczas gdy na koniec roku wskaźnik ukształtował się na poziomie 0,28. Wskaźnik na dzień 30.06.2021 wyniósł natomiast 0,73.

## Obligacje

Spółka jest emitentem obligacji notowanych na ASO Catalyst, które to instrumenty są głównym źródłem jej finansowania zewnętrznego. Spółka emituje również obligacje prywatne, które nie są notowane na Catalyst. Charakterystyka obligacji Spółki została przedstawiona poniżej.

Tabela: Charakterystyka obligacji GK Victoria Dom S.A.

	D	F	I	K/L	M	N	O	P	R	S	S2**	Młodnicka Development***
nazwa skrócona	n.d	n.d	n.d	VI0622	VID1122	VID0523	VID0723	VID1023	n.d	VID0624	VI0624	n.d.
wartość emisji (mln zł)	10	10	10	26	10	10,5	11	43,1	25	50	25	6
data wykupu	mar.25	mar.23	gru.23	cze.22	lis.22	maj.23	lip.23	paz.23	maj.24	cze.24	cze.24	cze.23
oprocentowanie	zmiennie	zmiennie	zmiennie	zmiennie	zmiennie	stałe	stałe	zmiennie	zmiennie	zmiennie	zmiennie	stałe
stopa referencyjna WIBOR	b.d	b.d	b.d	WIBOR 6M	WIBOR 6M	-	-	WIBOR 6M	b.d	WIBOR 6M	WIBOR 6M	-
marża	b.d	b.d	b.d	5,00%	5,00%	7,00%	6,65%	6,00%	b.d	5,50%	5,50%	10%
Rentowność do wykupu (YTM)	b.d	b.d	b.d	5,16%	4,61%	6,10%	5,27%	5,14%	b.d	5,09%	5,72%	b.d
Zabezpieczenie	b.d	b.d	b.d	brak	brak	brak	brak	brak	b.d	brak	brak	b.d
Kowenant DN/KW	b.d	b.d	b.d	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	b.d	1,0	1,0	b.d
opcja wcześniejszego wykupu emitenta	b.d	b.d	b.d	tak	tak	tak	tak	tak	b.d	tak	tak	b.d
dywidenda max. 30%	b.d	b.d	b.d	tak	tak	tak	tak	tak	b.d	tak*	tak*	b.d

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst, dane Spółki

\* kowenanty zezwalają na wypłatę dywidendy w wysokości 50% od zysku za rok 2023 i późniejsze

\*\* obligacje wyemitowane po dniu bilansowym

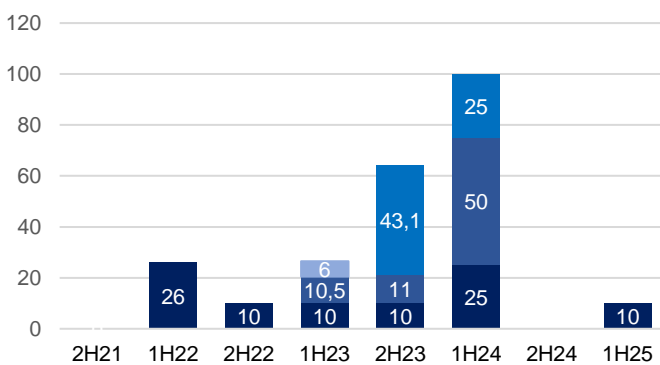
\*\*\* obligacje prywatne spółki powiązanej: Młodnicka Development

Oprocentowanie większości obligacji Spółki jest zmienne z marżą z przedziału 5-6%. Łączna wartość nominalna obligacji wyemitowanych przez grupę to 236,6 mln zł (z uwzględnieniem emisji serii S2).

Spółka od początku roku pozyskała z emisji obligacji 100 mln zł (z uwzględnieniem obligacji serii S2 wyemitowanych po dacie bilansowej), które zostały wykorzystane głównie na finansowanie kapitału obrotowego (zakup gruntów, realizacja inwestycji). W tym samym czasie Spółka wykupiła obligacje o wartości 36,06 mln zł.

Obligacje notowane na Catalyst są niezabezpieczone oraz posiadają opcje wcześniejszego wykupu na żądanie emitenta. Na dzień bilansowy 30.06.2021 r. istniało jedenaście serii obligacji Grupy Victoria Dom o łącznej wartości nominalnej ponad 211,6 mln zł, czego ponad 132 mln zł zostało objęte przez instytucje finansowe.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji (mln zł)



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Na najbliższe 2 lata nie są spodziewane istotne wykupy obligacji, dopiero w 2. połowie 2023 r. następuje zapadalność obligacji na ponad 60 mln zł, następną kumulacją zapadalności następuje w 1. połowie 2024 i jest związana z obligacjami wyemitowanymi w ostatnim półroczu (seria R, S, S2).

## Kowenanty

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 i S2 zezwalają natomiast na wypłatę dywidendy w wysokości do 50% zysku netto wykazanego w zbadanym sprawozdaniu za rok 2023 i późniejsze). W 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).

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans (w tys. zł)

	2019	1H 2020	2020	1H 2021	% sumy bilansowej
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>105 970</b>	<b>92 553</b>	<b>123 114</b>	<b>109 898</b>	<b>10%</b>
Wartości niematerialne i prawne	324	49 124	203	131	0%
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0	3 629	3 156	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	17 987	49 124	46 184	48 911	5%
Należności długoterminowe	23 000	2 000	461	0	0%
Inwestycje długoterminowe	18 365	19 416	20 937	21 056	2%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	46 295	21 735	51 700	36 644	3%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>527 770</b>	<b>702 037</b>	<b>745 333</b>	<b>948 123</b>	<b>90%</b>
Zapasy	385 534	513 785	461 435	751 799	71%
Należności krótkoterminowe	16 839	27 930	71 883	55 420	5%
Inwestycje krótkoterminowe	124 813	159 371	210 637	139 272	13%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	583	951	1 377	1 631	0%
<b>Aktywa razem</b>	<b>633 740</b>	<b>794 590</b>	<b>868 447</b>	<b>1 058 020</b>	<b>100%</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>214 504</b>	<b>192 891</b>	<b>277 682</b>	<b>243 434</b>	<b>23%</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>419 236</b>	<b>601 699</b>	<b>590 765</b>	<b>814 586</b>	<b>77%</b>
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>76 090</b>	<b>37 994</b>	<b>85 560</b>	<b>57 501</b>	<b>5%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</b>	<b>162 364</b>	<b>203 654</b>	<b>214 328</b>	<b>243 377</b>	<b>23%</b>
Kredyty i pożyczki	19 836	39 204	28 958	18 149	2%
Dłużne papiery wartościowe	120 555	114 972	134 262	173 033	16%
Inne zobowiązania finansowe	7 411	31 592	31 704	29 642	3%
Inne	14 561	17 886	19 404	22 554	2%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>83 224</b>	<b>111 954</b>	<b>131 507</b>	<b>148 592</b>	<b>14%</b>
Kredyty i pożyczki	7 507	17 519	20 113	23 015	2%
Dłużne papiery wartościowe	1 159	6 934	37 399	37 205	4%
Inne zobowiązania finansowe	1 216	2 825	2 941	2 613	0%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	51 097	61 110	40 689	57 100	5%
Inne	17 920	18 709	23 853	26 683	3%
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>97 558</b>	<b>248 097</b>	<b>159 370</b>	<b>365 116</b>	<b>35%</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>633 740</b>	<b>794 590</b>	<b>868 447</b>	<b>1 058 020</b>	<b>100%</b>

Tabela: Rachunek zysków i strat

	2019	1H 2020	2020	1H 2021
<b>Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów</b>	<b>441 943</b>	<b>61 656</b>	<b>453 815</b>	<b>49 349</b>
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	294 425	43 406	306 757	30 980
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	147 518	18 249	147 058	18 369
Koszty sprzedaży	7 951	4 272	9 430	6 001
Koszty ogólnego zarządu	20 486	9 902	21 848	17 393
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>119 081</b>	<b>4 075</b>	<b>115 779</b>	<b>-5 025</b>
Pozostałe przychody operacyjne	247	281	753	136
Pozostałe koszty operacyjne	3 851	250	1 135	938
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>115 477</b>	<b>4 106</b>	<b>115 398</b>	<b>-5 827</b>
Przychody finansowe	2 860	3 795	5 061	2 137
Koszty finansowe	11 208	6 215	13 970	8 842
Zysk (strata) na sprzedaży całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych	0	2 215	2 215	0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	107 129	3 901	108 704	-12 531
Odpis wartości firmy	0	0	158	473
Zysk (strata) z udziałów w jednostkach podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	0	0	786	0
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>107 129</b>	<b>3 901</b>	<b>109 332</b>	<b>-13 005</b>
Podatek dochodowy	20 683	61	20 601	-3 753
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>86 447</b>	<b>3 840</b>	<b>88 732</b>	<b>-9 251</b>

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych

	2019	1H 2020	2020	1H 2021
Zysk (strata) netto	86 447	3 840	88 732	-9 251
Korekty razem	-43 342	36 167	-30 071	-53 289
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	43 105	40 007	58 661	-62 540
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	3 081	1 262	-6 167	-6 554
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	24 302	-8 487	26 564	-1 633
<b>Przepływy pieniężne netto razem</b>	<b>70 488</b>	<b>32 782</b>	<b>79 058</b>	<b>-70 727</b>

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 21.09.2021 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 100, 00-807 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 1.201.470,57 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

Dom Maklerski posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej (decyzja z dn. 4 czerwca 2013 r.)

**Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego** i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

### Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów detalicznych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2019 r. poz.1145 ze zm.),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

### Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.

- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego 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 z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączy umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązany a Emitentem.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

**Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego:**

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_wersja\\_zatwierdzona\\_2\\_2maja2019.docx.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_wersja_zatwierdzona_2_2maja2019.docx.pdf)

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S.A.**

**Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.**

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego:**

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_finansowych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_finansowych.pdf)