

# ANALIZA GRUPY IMMOBILE

## SPIS TREŚCI

Grupa Immobile – podsumowanie .....	2
Immobile – informacje o grupie .....	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat .....	3
Segment Hotelarstwo .....	4
Segment Developing .....	5
Segment Najem aktywów .....	6
Segment Przemysł .....	7
Segment Budownictwo Przemysłowe .....	8
Automatyka i elektroenergetyka .....	9
Immobile – podsumowanie segmentów operacyjnych .....	9
Zarząd, akcjonariat .....	9
Strategia rozwoju .....	10
Grupa Immobile – analiza finansowa .....	10
Przychody, wyniki i prognozy .....	10
Przychody i zyski .....	10
Zadłużenie .....	11
Przewidywania, perspektywy .....	12
Pozostałe kwestie .....	13
Zastrzeżenia .....	14

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan, prowadzący również bloga [www.rynekobligacji.com](http://www.rynekobligacji.com)

W analizie korzystam z danych i wykresów portali [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl) i [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki 2019 roku.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim.

## GRUPA IMMOBILE – PODSUMOWANIE

Immobile to grupa kapitałowa działająca w segmentach budownictwa przemysłowego, działalności deweloperskiej, hotelarstwie, w przemyśle, a także w automatyce i elektroenergetyce.



Za spółką dobry, kolejny wzrostowy rok pod względem przychodów, natomiast gorszy pod względem wyników. Wzrost przychodów wynika z włączenia w maju 2019 roku do grupy spółki Atrem, natomiast spadek zysków związany jest z: brakiem przekazania projektów mieszkaniowych (niewielkie przychody w Developingu), zdarzeniami jednorazowymi (aktualizacje wycen) oraz stratą nowo włączonej do grupy spółki Atrem (spółka przechodzi restrukturyzację).

Dla prawie wszystkich segmentów grupy 2020 rok zapowiada się solidnie. W związku z rozwojem handlu online rośnie zapotrzebowanie na systemy przeładunkowe, dynamicznie rośnie segment parkingów Modulo. W 2020 roku będą miały miejsce przekazania mieszkań na Osiedlu Uniwersyteckim, a być może i w Platanowym Parku. Wreszcie segment budownictwa ma zapewniony portfel zamówień, a Atrem powinien wychodzić z restrukturyzacji. Jedynym segmentem, który ucierpi będą Hotele. Trudności segmentu oczywiście związane są z pandemią Covid-19. Trudno na dziś szacować skalę pogorszenia wyników, przy czym można zaobserwować szybkie znoszenie przez rząd ograniczeń dla tej branży – od czerwca 2020 roku hotele będą już mogły działać w pełnym zakresie.

O ile wyniki 2020 roku, ze względu na segment Hotele, są pewną niewiadomą, to na grupę Immobile warto spojrzeć w dłuższym okresie – jako firmę zwiększającą skalę biznesu. Na dziś ma to odzwierciedlenie w przychodach grupy, a po przeprowadzeniu restrukturyzacji w Atrem i powrotu „normalności” w działalności Hotelu, powinno również znaleźć odzwierciedlenie w poprawie wyników.

Zapraszam do analizy działalności i wyników grupy Immobile.

## IMMOBILE – INFORMACJE O GRUPIE

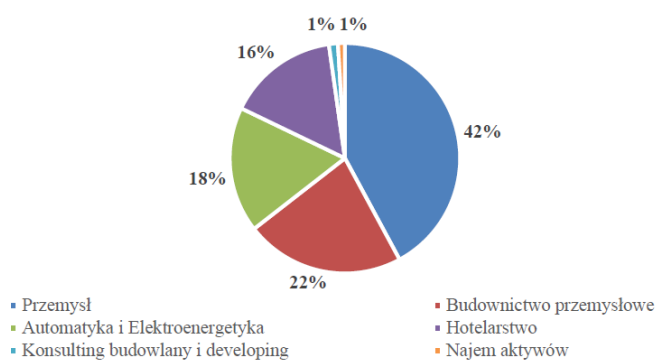
## HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

Immobile to grupa kapitałowa działająca w segmentach budownictwa przemysłowego, działalności deweloperskiej, hotelarstwie, w przemyśle, a także w automatyce i elektroenergetyce.



Największy 42% udział w przychodach grupy ma **segment Przemysł**, za który odpowiada spółka Projprzem Makrum. Segment Przemysł obejmuje systemy przeladunkowe, parkingi Modulo oraz maszyny Makrum. **Budownictwo przemysłowe** z 22% udziału w przychodach (Projprzem Budownictwo) i **Automatyka i Elektroenergetyka** (18% udziału w przychodach, spółka Atrem) mają duży udział w przychodach, ale działają na niższych marżach, natomiast bardzo duże znaczenie dla wyników grupy ma segment **Hotelarstwo** (16% przychodów). **Developing** ze względu na brak przekazania mieszkań w 2019 roku miał marginalny udział, jednak zmieni się to w roku 2020 i w kolejnych. W segmencie **najem aktywów** funkcjonuje biurowiec Immobile K-3.

Udział segmentów w przychodach ze sprzedaży ogółem w 2019 roku



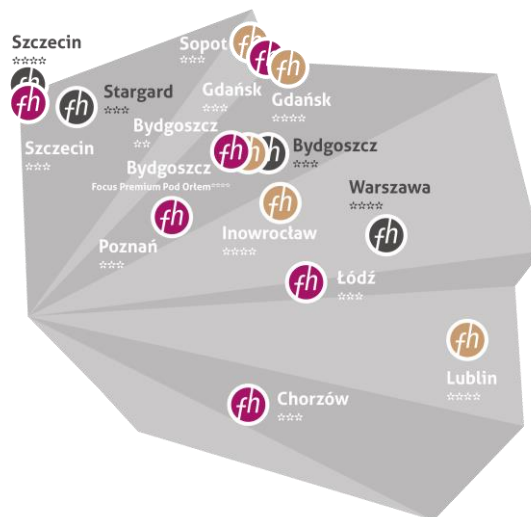
Omówienie wyników i perspektyw segmentów znajduje się w dalszej części analizy.

## SEGMENT HOTELARSTWO

Grupa działając pod marką Focus posiada 11 hoteli o łącznej liczbie 996 pokoi. Kilka obiektów jest własnością Immobile, natomiast większość jest dzierżawiona. Lokalizacje hoteli znajdują się na rysunku obok (zaznaczone kolorem czarnym hotele w Warszawie, Szczecinie, Stargardzie i Bydgoszczy są „w budowie”).

Hotele nakierowane są na kompleksową obsługę osób podróżujących w celach biznesowych, jak i turystycznych, wyróżniają się bardzo dobrą relacją jakości do ceny.

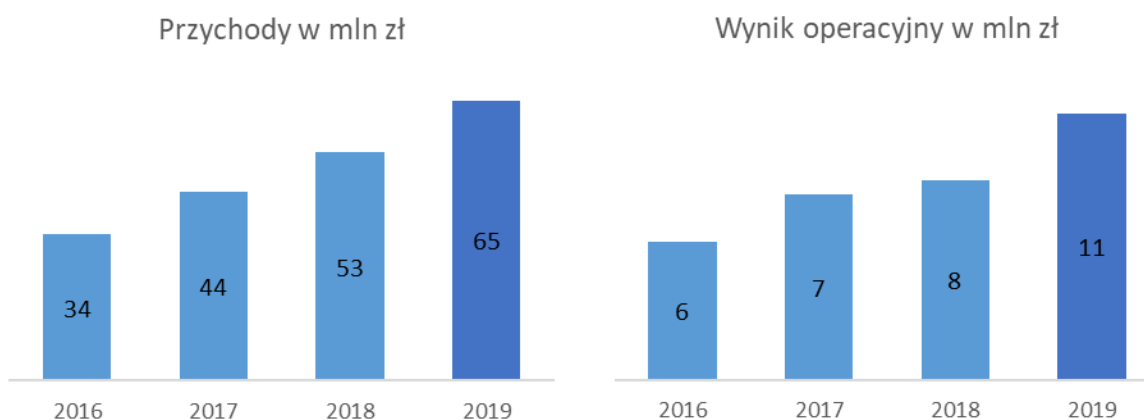
Przychody segmentu w 2019 roku wzrosły o 22,8%, dzięki pełnemu okresowi działania hoteli w Sopocie i Poznaniu, oraz od maja 2019 roku hotelu w Lublinie. Poza tym bardzo dobre wyniki sprzedażowe notowały hotele w Łodzi, Gdańsku i Szczecinie.



W 2019 roku grupa poprawiła zarówno wskaźnik zajęcia pokoi, jak również średni przychód z pokoju:

ROK	1Q-4Q 2019	1Q-4Q 2018	vs. 2018
OCC%	65,73%	65,46%	+0,27%
Średnia cena sprzedanego pokoju netto	223,87 PLN	214,19 PLN	+9,68 PLN
Przychód na dostępny pokój netto	147,16 PLN	140,21 PLN	+6,95 PLN

W efekcie wyniki segmentu po raz kolejny się poprawiły:



## HOTELE – PERSPEKTYWY

Niestety, w związku z koronawirusem wszystko, co powyżej to już trochę historia, liczą się perspektywy. A te musimy podzielić na 2 obszary: obecny (covid-19) i dłuższy okres.

Stan obecny to oczywiście częściowe zamknięcie (częściowe, bo niektóre mogły funkcjonować w ograniczonym zakresie) hoteli w marcu – kwietniu 2020 roku i wznowienie ich działalności od maja, ale z ograniczeniami. **Według informacji z dzisiejszej konferencji prasowej, od czerwca hotele będą mogły już praktycznie normalnie działać.**

Segment Hotele na pewno mocno ucierpiał w ostatnich 2 miesiącach i zapewne nadal będzie odczuwał zmniejszony popyt. Dalsza część roku zależy od tego, jak szybko uda się opanować koronawirusa. Aczkolwiek wydaje się, że jeszcze przez jakiś czas firmy będą bardzo konserwatywnie podchodzić do wysyłania swoich pracowników w delegacje czy organizowania konferencji i szkoleń. Kiedy sytuacja „wróci do normy” – na chwilę obecną chyba nikt nie jest w stanie odpowiedzieć.

Warto podkreślić w przypadku Immobile i sieci hoteli Focus dużą elastyczność po stronie kosztowej. Spółka była w stanie wynegocjować zmniejszenie czynszów w części lokalizacji. Do tego jej model działania polega na korzystaniu z obsługi firm zewnętrznych (sprzątanie, catering), co pozwoliło bardzo mocno ściąć koszty w momencie zamknięcia hoteli.

Natomiast w dłuższej perspektywie (po Covid-19) sytuacja wygląda pozytywnie. Spółka planuje otwierać kolejne hotele zarówno w największych polskich miastach takich jak Wrocław i Kraków jak również w mniejszych, ale silnych biznesowo ośrodkach liczących powyżej 100 tys. mieszkańców. **Na przełomie 2020-2021 r. spółka planuje otwarcie dwóch nowych hoteli**, będą to drugi hotel spółki w Szczecinie, 4-gwiazdkowy obiekt położony w ścisłym centrum miasta liczący 90 pokoi (dzierzawiony od podmiotu trzeciego) oraz 3-gwiazdkowy własny hotel Grupy Focus Hotel Bydgoszcz z 85 pokojami, zlokalizowany w samym centrum miasta.

Oferta grupy zwiększy się zatem z 996 pokoi do 1.171 pokoi, co oznacza ponad 17% wzrost.

Trwają również prace budowlane pierwszego hotelu spółki w Warszawie, gdzie powstaje 4-gwiazdkowy hotel z 234 pokojami oraz 2.000 m<sup>2</sup> powierzchni konferencyjnej, którego otwarcie planowane jest na grudzień 2021 r. W fazie projektowania są na chwilę obecną kolejne 3 projekty hotelowe, w tym nowy 3-gwiazdkowy hotel Focus w Stargardzie z 60 pokojami, oraz rozbudowa i renowacja działających hoteli Focus Łódź oraz Focus Premium „Pod Orłem” Bydgoszcz.

Warto też dodać, że na tle Europy baza hotelowa w Polsce jest nadal relatywnie niewielka.

Podsumowując, hotele to solidna noga dla wyników GK Immobile. Gdyby nie wirus, można by oczekiwać dalszych kilkunastoprocentowych wzrostów w kolejnych latach. Obecnie jednak trudno o jakiegokolwiek racjonalne prognozy.

---

## SEGMENT DEVELOPING

Segment ten jest przykładem wykorzystania posiadanych przez grupę kapitałową zasobów. Miejsce po przeniesionej z Bydgoszczy fabryce Makrum zajmuje bardzo fajne osiedle Platanowy Park (wizualizacja obok), a na terenach posiadanych przez Projprzem w Fordonie powstaje Osiedle Uniwersyteckie (sąsiadujące z Uniwersytetem Techniczno - Przyrodniczym w Bydgoszczy). Warto podkreślić, że duża powierzchnia działek daje grupie możliwość podziału inwestycji na etapy, szansę na stabilność przychodów w kolejnych latach i elastyczność – uruchamianie kolejnych etapów zgodnie z zapotrzebowaniem rynkowym.

Grupa zakupiła również działkę na **osiedle mieszkaniowe w dzielnicy Okole przy ul. Czarna Droga**. Działka sąsiaduje z kompleksem parkowym Starego Kanału Bydgoskiego i umożliwi budowę 400 mieszkań w inwestycji podzielonej na 3 etapy. Obecnie spółka wystąpiła o wydanie pozwolenia na

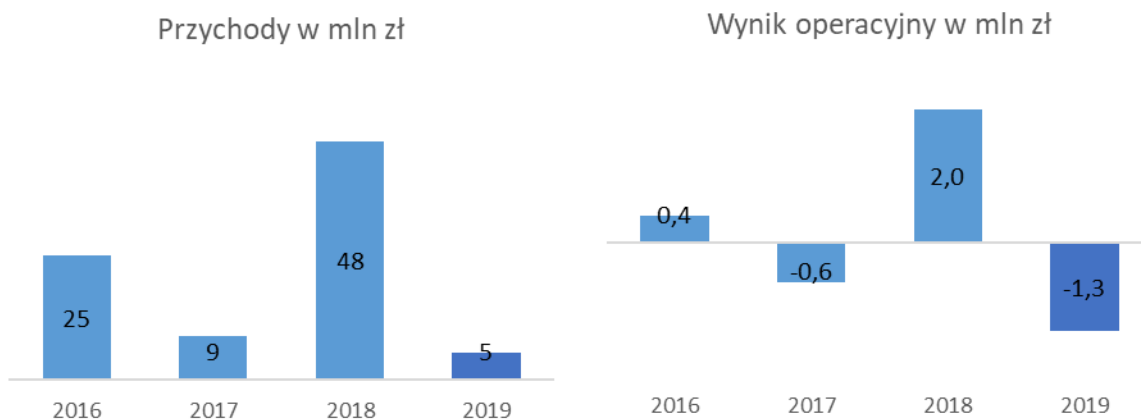


budowę 1 etapu osiedla, w którym zostaną wybudowane wraz z infrastrukturą techniczną dwa budynki mieszkalne o łącznej ilości 130 mieszkań.

**Osiedle Platanowy Park** obejmuje 8 etapów mieszkaniowych oraz 3 etapy budownictwa komercyjnego. Na ponad 9 ha powstanie 1.250 mieszkań oraz 43 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej i handlowej. W 2015 roku oddany do użytkowania został tzw. etap 0 (144 mieszkania), w 2018 roku oddany został etap 1 (148 mieszkań), a **obecnie realizowany jest etap II z 195 mieszkańami, który ma zostać oddany do użytkowania na przełomie 2020 / 2021 roku i wygenerować przychód 76 mln zł.** W przygotowaniu jest III etap z 258 mieszkańami. Warto tutaj nadmienić o wspomianej wcześniej synergii w ramach grupy. W ramach etapu II zastosowane będą automatyczne systemy parkingowe Modulo produkowane przez spółkę z grupy Immobile.

**Osiedle Uniwersyteckie** jest to inwestycja zlokalizowana na 5-hektarowej działce w bydgoskiej dzielnicy Fordon. W ramach inwestycji wybudowane zostanie 15 budynków o łącznej liczbie 600 mieszkań. I etap liczy 3 budynki mieszkalne o łącznej liczbie 108 mieszkań. **Inwestycja jest na ukończeniu, trwają czynności odbiorowe. Planowany przychód to 25,7 mln zł, obecnie podpisano umowy na 24,8 mln zł.** W przygotowaniu jest kolejny etap na 3 budynki i 106 mieszkań o wartości (planowanym przychodzie) 30,3 mln zł.

Do tej pory w wynikach segmentu Developing znajdziemy przychody ze sprzedaży 0 i 1 etapu inwestycji Platanowy Park, nietrudno się domyśleć, w jakich okresach to miało miejsce:



#### DEVELOPING – PERSPEKTYWY

W 2020 roku będą miały miejsce przekazania mieszkań na Osiedlu Uniwersyteckim (blisko 26 mln zł sprzedaży). Na przełomie 2020 i 2021 roku będą miały miejsce przekazania II etapu Platanowego Parku (76 mln zł przychodów ze sprzedaży). Czyli w perspektywie 2020 – 2021 roku segment powinien osiągnąć 100 mln zł przychodów ze sprzedaży i prawdopodobnie całkiem niezłą rentowność (zwłaszcza na Platanowym Parku).

Docelowo grupa planuje kończyć 1 inwestycję rocznie (mając 3 osiedla w budowie jest to realne), tak aby segment Developing co roku wykazywał pozytywne wyniki.

#### SEGMENT NAJEM AKTYWÓW

Segment ten bardzo mocno się zmienił w ostatnim okresie.



Budynek biurowy Projprzem (dobra lokalizacja w centrum Bydgoszczy) jest przebudowywany na hotel, a centrum handlowe Faktoria zostało w styczniu 2020 roku sprzedane poza grupę za 19,5 mln zł.

Obecnie przychody z najmu wyłącznie będzie generować niedawno wybudowany budynek biurowy Immobile K3, łącznie 8,8 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej i handlowej. Na dziś zawarte są umowy najmu na prawie 70% powierzchni GLA, a zaawansowane rozmowy negocjacyjne są prowadzone w odniesieniu do kolejnych 30 % powierzchni najmu.



## SEGMENT PRZEMYSŁ

Segment ten opisywany był szerzej przy okazji analizy spółki Projprzem Makrum ([link do analizy](#)), która wchodzi w skład grupy Immobile. Dla przypomnienia w jego skład wchodzi podsegmenty:

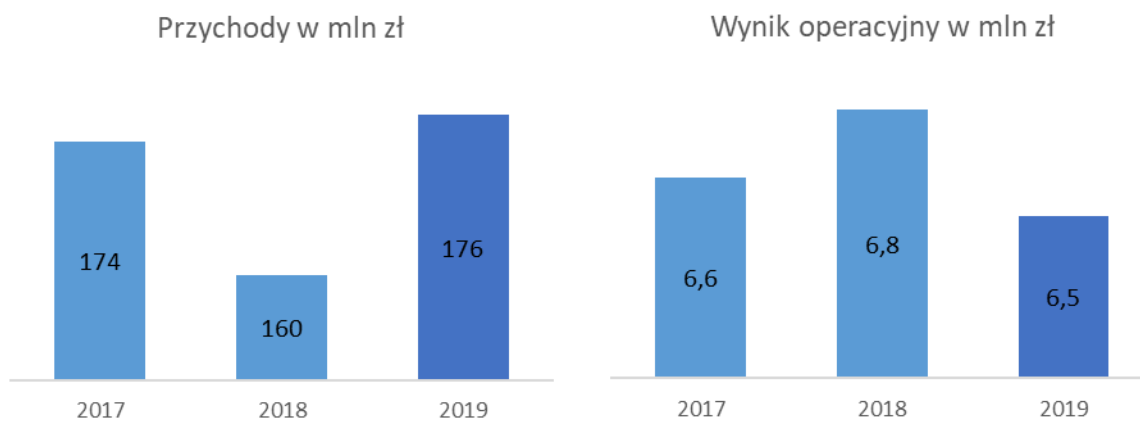
- Systemy przeładunkowe realizowane pod marką PromStahl,
- Konstrukcje stalowe – maszyny krusząco mielące,
- Systemy parkingowe Modulo.

**Systemy przeładunkowe** mają silną pozycję na rynku i ładnie się rozwijają wraz ze wzrostem handlu internetowego.

Istotne (ponad 100% rok do roku) wzrosty notuje **segment systemów parkingowych** Modulo. Jak już wspominałem, pierwsze lata rozwoju parkingów Modulo to planowe działanie na stracie – koszty prototypów, mniejszych partii produkcyjnych, pozyskania pierwszych zleceń, marketingu itp. Natomiast jest spora szansa, że w 2020 roku segment ten osiągnie próg rentowności i znacznie pozytywnie dokładać się do wyników.

Natomiast **segment maszyn krusząco – mielących** przeszedł restrukturyzację – odejście od mniej rentownej sprzedaży (wykonanie maszyn na projekcie klienta) na rzecz głównie własnych produktów, które generują wyższe marże. Tutaj nie należy spodziewać się wzrostów przychodów, a raczej stabilizacji wyników. Spadki sprzedaży w segmencie maszyn krusząco mielących zostały skutecznie zastąpione wzrostami w segmentach przeładunki i parkingi modulo.

Wyniki **segmentu Przemysł** (obejmującego wyżej wymienione 3 podsegmenty) w ostatnich 3 latach wyglądają następująco:



---

## PRZEMYSŁ – PERSPEKTYWY

Posłużę się z wnioskami z analizy wyników rocznych grupy Projprzem Makrum (analizę linkowałem powyżej):

Portfel zamówień dla produktów w segmencie **systemów przeładunkowych** na dzień publikacji wyników wyraźnie przewyższa portfel z roku 2019. Stworzono podstawy pod nowy kanał dystrybucji systemów przeładunkowych - sprzedaż przez nowo utworzoną spółkę zależną bezpośrednio na rynek Wielkiej Brytanii.

Umowy zawarte w związku z **systemami parkingowymi** do dnia publikacji sprawozdania, wypełniają w istotnym stopniu plany budżetowe na 2020 rok i częściowo tworzą już budżet 2021 roku.

Finalizowanie przez grupę kontraktów dotyczących **produktów Makrum**, z uznanymi firmami krajowymi i zagranicznymi, zapewnia obłożenie mocy produkcyjnych na poziomie większej części bieżącego roku. Pozyskany portfel zamówień powinien zabezpieczyć stabilny poziom przychodów Grupy, jak również satysfakcjonującą rentowność realizowanych projektów.

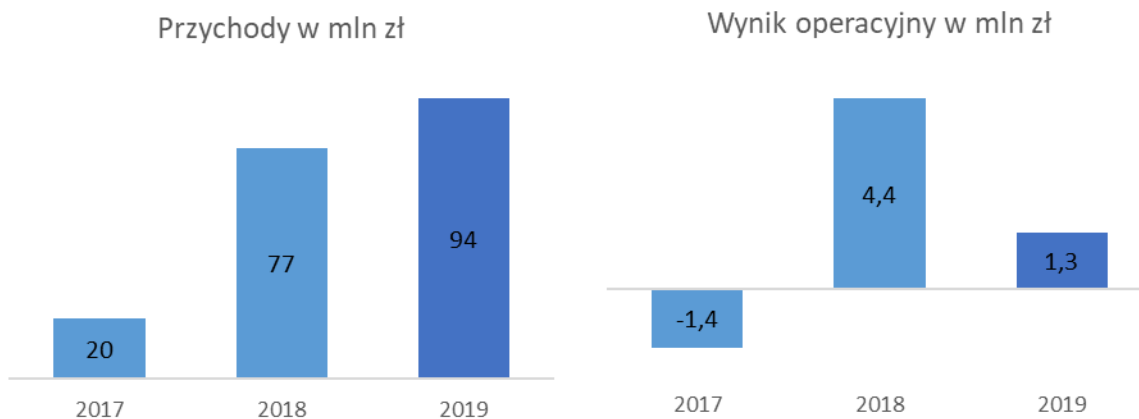
---

## SEGMENT BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE

To segment „reaktywowany” na bazie tradycji Projprzemu. Pierwszym pełnym rokiem jego działania był 2018 r.

Dla przypomnienia spółka koncentruje się na realizacji kontraktów do 30 mln zł i z reguły nie przekraczających 1 roku – w ten sposób zabezpiecza ryzyko związane z potencjalnymi zmianami kosztów materiałów czy robocizny.

W 2018 roku spółka realizowała kontrakt bardzo dobry marżowo – stąd bardzo dobry wynik roczny. W 2019 miała z kolei miejsce „luka” w kontrakcie – wycofanie się jednego z dużych odbiorców tuż przed startem realizacji kontraktu, stąd utrata marży na początku roku, czego nie udało się potem „nadrobić”. W efekcie rozkład wyników lat poprzednich wygląda tak:



---

## BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE – PERSPEKTYWY

I znowu posłużę się z cytatem z raportu rocznego spółki:

*W rok 2020 spółka wchodzi z portfelem zamówień wypełniających 80% przychodów osiągniętych w 2019 r. (z przewidywanym okresem ich zakończenia II/III kwartał 2020 r.). Na dzień sporządzenia sprawozdania trwają zaawansowane rozmowy z inwestorami – rozpoczęcie realizacji kontraktów przewidziane jest na II półrocze 2020 r. Priorytetem segmentu jest utrzymanie rentowności, pomimo relatywnie niekorzystnego otoczenia rynkowego. Na koniec 2020 r. grupa spodziewa się istotnego wzrostu przychodów tego segmentu.*



## AUTOMATYKA I ELEKTROENERGETYKA

W pierwszym półroczu 2019 roku grupa Immobile przejęła giełdową spółkę Atrem. W związku z powyższym został wyodrębniony segment Automatyka i Elektroenergetyka. Segment automatyki zajmuje się świadczeniem usług inżynierskich z zakresu automatyki przemysłowej, aparatury kontrolno-pomiarowej, informatyki, telemetrii, teletechniki, regulacji, elektroniki, metrologii oraz świadczy usługi z zakresu instalacji, wentylacji i ogrzewania. Segment elektroenergetyki świadczy usługi z zakresu energetyki niskich, średnich i wysokich napięć dla klientów z branży energetycznej, budowlanej oraz przemysłowej

W 2019 roku Atrem osiągnął 123 mln zł przychodów ze sprzedaży, jednak ze względu na fakt, że w skonsolidowanym rachunku wyników ujęte zostały dane za okres od 09.05 do 31.12.2019 roku, sprzedaż przypadająca na okres konsolidacji przez Immobile wyniosła 74 mln zł, a strata operacyjna wyniosła -1,6 mln zł.

## AUTOMATYKA I ELEKTROENERGETYKA - PERSPEKTYWY

Segment podlega aktualnie restrukturyzacji głównie w zakresie kosztów ogólnego zarządu. Grupa prowadzi także przegląd portfela kontraktów. Celem jest oczywiście wzrost realizowanych marż i osiągnięcie dodatniej rentowności na poziomie zysku netto.

## IMMOBILE – PODSUMOWANIE SEGMENTÓW OPERACYJNYCH

Podsumowując, na wyniki grupy Immobile składa się udział kilku segmentów. Praktycznie wszystkie z nich mają realne szansę na poprawę przychodów i zysków w 2020 roku. W szczególności w developingu będą miały miejsce przekazania mieszkań (czego nie było w 2019 roku), w Przemśle rośnie segment parkingów Modulo i Przeładunki, w Budownictwie Przemysłowym portfel zamówień pozwala oczekiwać wzrostów. Wreszcie Atrem będzie konsolidowany przez pełen rok.

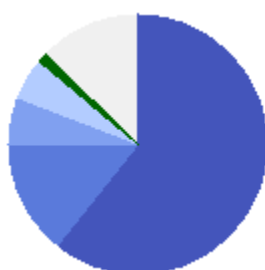
Segmentem, który zanotuje spadek przychodów i zysków będą hotele, w których zmniejszenie przychodów będzie wynikiem negatywnego wpływu pandemii koronawirusa.

Łączne przychody grupy Immobile wyniosły w 2019 roku 419 mln zł. W liście do akcjonariuszy prezes napisał: *Jako cel na ten rok stawiamy sobie zbliżenie się do 600 mln PLN skonsolidowanych przychodów oraz rozwój hoteli.*

## ZARZĄD, AKCJONARIAT

Prezesem zarządu grupy jest jej założyciel i główny akcjonariusz, Rafał Jerzy. Posiada doświadczenie w sektorze przemysłowym, odzieżowym oraz obrocie i wynajmie nieruchomości. W skład zarządu wchodzi również Sławomir Winiecki (w zarządzie od maja 2011 roku) oraz odpowiedzialny za finanse Piotr Fortuna. Piotr Fortuna z Immobile związany jest od 2007 roku (koordynował proces IPO spółki), zresztą zwraca uwagę stabilność kadry zarządzającej.

Jak już wspominałem, głównym akcjonariuszem spółki jest Rafał Jerzy z udziałem 60%. Dodatkowo członek zarządu Sławomir Winiecki posiada nieco ponad 5% głosów. W akcjonariacie z udziałem powyżej 5% znajduje się również OFE NN (5,7%) i Francois Gros (14,3%).



### Akcjonariat: Grupa Kapitałowa Immobile SA (C)Stooq

- Rafał Jerzy (wraz z zona Beata Jerzy) (60.86%)
- Francois Gros wraz z FG IIH Ltd (14.29%)
- OFE Nationale-Nederlanden (5.71%)
- Sławomir Winiecki (5.31%)
- TFI Skarbiec SA (1.09%)

A zatem stosunkowo niewiele miejsca pozostaje na „free float”, który wynosi niecałe 13%. Warto dodać, że na WZA i spotkaniach akcjonariuszy regularnie pojawia się po kilkadziesiąt osób, w tym kadra kierownicza, zatem faktyczny free float jest jeszcze mniejszy.

## STRATEGIA ROZWOJU

Szczegółowo strategia rozwoju była omawiana przy okazji poprzedniej analizy, tutaj przytoczę jedno zdanie ze strony internetowej spółki:

*Założeniem strategicznym działalności Grupy jest ciągły rozwój poprzez pozyskiwanie nowych podmiotów w ramach procesu akwizycji oraz maksymalne wykorzystanie potencjału każdej z posiadanych już spółek. Chcemy inwestować tam, gdzie perspektywy rozwoju są największe, zarówno na rynku polskim, jak i zagranicznym.*

Obecnie spółka „rozgląda” się za możliwością przejęcia ciekawych obiektów w segmencie Hotelu, ale tylko wtedy, gdy w związku z Covid-19 pojawią się ciekawe oferty.

## GRUPA IMMOBILE – ANALIZA FINANSOWA

### PRZYCHODY, WYNIKI I PROGNOZY

#### PRZYCHODY I ZYSKI

W 2019 roku Immobile osiągnęła 419 mln zł przychodów ze sprzedaży wobec 347 mln rok wcześniej (+21%). Zysk brutto ze sprzedaży (określany przez spółkę jako zysk operacyjny) wyniósł 17 mln zł wobec 24 mln zł rok wcześniej (-29%). Zysk netto wyniósł 463 tys. zł wobec 8,3 mln zł w 2018 roku, a zysk dla jednostki dominującej wyniósł -2,3 mln zł wobec 6,4 mln zł rok wcześniej.

Wyniki 2019 roku ze względu na pandemię koronawirusa mają charakter mocno historyczny – inwestorów bardziej interesuje odpowiedź na pytanie „co dalej”.

Jednakże zanim przejdę do przyszłości, warto jednak zwrócić uwagę, że wyniki 2019 roku zostały „zaburzone” kilkoma istotnymi jednorazowymi zdarzeniami. Poniżej pozwolę sobie wymienić kilka z tych zdarzeń i ich wpływ na sprawozdanie finansowe 2019, a jednocześnie możliwy wpływ na wyniki 2020 roku:

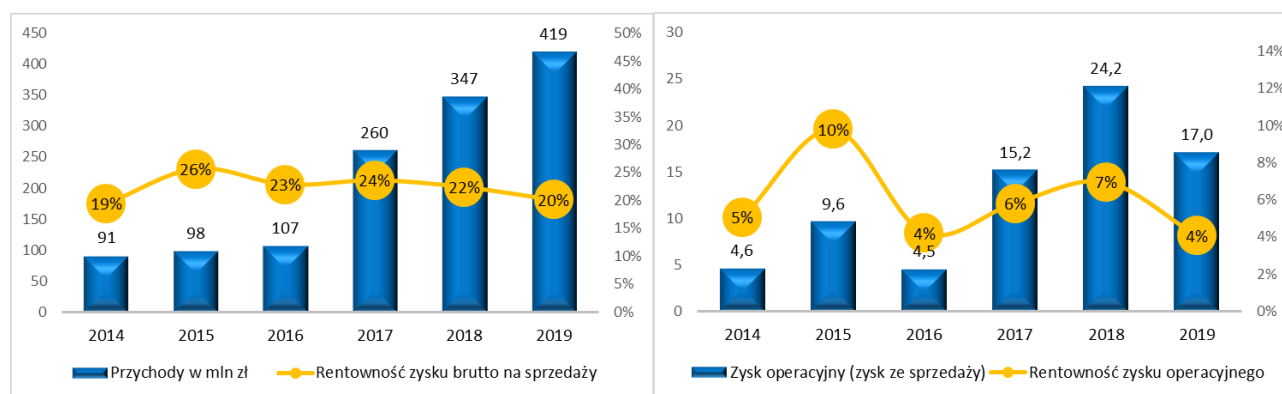
- Konsolidacja od maja 2019 roku spółki Atrem: przychody +74 mln zł dla grupy w 2019 roku, zysk (strata) operacyjny -1,6 mln zł. W 2020 roku ze względu na pełen okres konsolidacji przychody będą znacznie większe, a grupa zapowiada osiągnięcie dodatniej rentowności w podmiocie,
- Brak przekazania (w 2019 roku) nowych inwestycji w segmencie Developing. Wynik segmentu to 5 mln zł przychodów i -1,3 mln zł straty operacyjnej. Na lata 2020-2021 przypadają przekazania mieszkań o wartości 100 mln zł, a w kolejnych okresach ma być przekazywana jedna inwestycja w roku,
- Ujemna wycena CH Faktoria (pozostałe koszty operacyjne) – wpływ na wynik 2019 roku -3,4 mln zł, w związku ze sprzedażą inwestorowi zewnętrznemu (19,5 mln zł) – transakcja sfinalizowana w styczniu 2020 roku,
- Strata ze zbycia aktywów trwałych (maszyny po zlikwidowanej fabryce): -1,4 mln zł,
- Odpis na oczekiwane straty kredytowe (nie wynikające z faktycznych strat): -2,3 mln zł,
- Wysoka stopa podatku dochodowego (90%) mającą wpływ na wynik netto.

Bez Developingu i podatku dochodowego mamy 8,7 mln zł kosztów jednorazowych (zakładając Atrem z wynikiem na „0”), po dodaniu oczekiwanego zysku w Developingu możemy mówić o poprawie w 2020 roku łącznie przekraczającej 10 mln zł – z racji samych korekt zdarzeń „jednorazowych”.

Warto jeszcze wspomnieć o jednej sprawie. Po wyburzeniu fabryki (teren Platanowego Parku) grunty z tego terenu zostały przekształcone na nieruchomości inwestycyjne (pod przyszłe projekty deweloperskie). W związku z tym dokonano ich wyceny do wartości godziwej, w efekcie czego wartość gruntów wzrosła o 16,9 mln zł. Zdarzenie to **nie zostało ujęte w zysku netto**, a w całkowitych dochodach firmy – ma wpływ na kapitały własne, ale z pominięciem zysku netto.

Krótko podsumowując, **zdarzenia niekorzystne (ujemne przeszacowanie CH Faktoria, przeszacowanie maszyn) miały wpływ na wyniki grupy, zdarzenia korzystne (dodatnie przeszacowanie wartości gruntu) nie przeszły przez wynik, a wpłynęły bezpośrednio na wzrost kapitałów.**

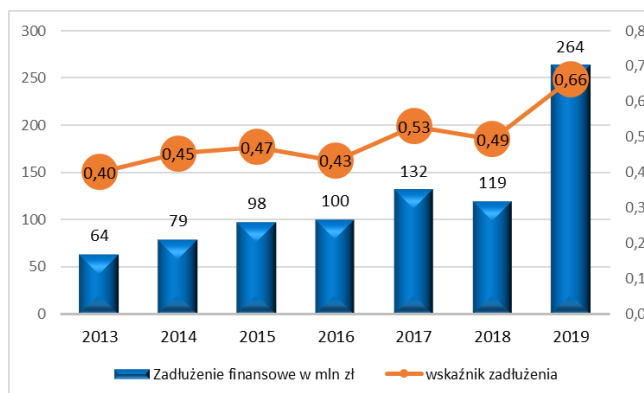
Poniżej wykres prezentujący przychody i zysk operacyjny grupy w kolejnych latach. Widać tendencję wzrostową przychodów. Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych zysk operacyjny również był rósł.



## ZADŁUŻENIE

Wzrost zadłużenia finansowego o 145 mln zł połączony ze wzrostem wskaźnika zadłużenia z 0,49 do 0,66 mógłby sugerować, że w grupie stało się coś bardzo złego. Tymczasem tak nie jest.

W analizie zadłużenia należy wziąć pod uwagę dwie kwestie. Pierwszą jest wdrożenie w grupie od 2019 roku standardu MSSF 16. W uproszczeniu standard ten nakazuje ujawnić w bilansie całe zadłużenie związane z aktywami użytkowymi na podstawie leasingu czy czynszów. W obszar ten wchodzi np. czynsze w galeriach handlowych, czy jak w przypadku Immobile umowy najmu nieruchomości hotelowych. Dla porównania, po wprowadzeniu tego standardu w LPP wskaźnik zadłużenia wzrósł z 0,47 do 0,65, a dla CCC z 0,65 na 0,82.



Ze wzrostu zadłużenia finansowego o 145 mln zł, 80 mln jest spowodowane właśnie przez MSSF 16:

Pasywa	na dzień 31 grudnia 2019 roku *	Korekta MSSF 16	na dzień 31 grudnia 2019 roku
<b>Kapitał własny</b>	234 668	-1 253	233 416
zysk netto	-1 014	-1 253	-2 267
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>			
Leasing	2 584	70 357	72 941
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	19 310	-269	19 041
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>			
Leasing	1 356	9 609	10 965
<b>Pasywa razem</b>	<b>614 298</b>	<b>78 444</b>	<b>692 742</b>

Obecnie grupa jest w końcowym etapie budowy 2 etapów inwestycji mieszkaniowych: Osiedla Uniwersyteckiego i Platanowego Parku. Na koniec roku miała na ten cel zaciągnięte 28 mln zł kredytu, rok wcześniej nie było zadłużenia z tego tytułu. Jednocześnie na rachunku powierniczym z wpłat klientów zgromadzone było 16 mln zł środków pieniężnych.

Wreszcie do grupy weszła spółka Atrem, która na koniec 2019 roku miała ponad 11 mln zł zadłużenia finansowego:

Pasywa	Nota	31-12-2019	31-12-2018 (przekształcone)	01-01-2018 (przekształcone)
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>				
Kredyty, pożyczki, inne instrumenty dłużne, w tym:	32	98 094	57 805	91 136
<i>Finansujące budowę bloków mieszkalnych</i>		28 055	0	15 806
<i>Finansujące nieruchomości</i>		57 926	56 852	69 525
<i>Finansujące przemysł</i>		1 113	0	0
<i>Pozostałe</i>		11 000	952	5 804
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>				
<i>Finansujące nieruchomości</i>		38 495	29 450	5 464
<i>Finansujące przemysł</i>		21 777	17 720	20 689
<i>Finansujące segment automatyki i elektroenergetyki*</i>		11 316	0	0
<i>Pozostałe</i>		10 143	10 105	8 057

O 9 mln zł wzrosło zadłużenie finansujące nieruchomości – kredyt na budynek biurowy Immobile K-3, który będzie zapewne w tym roku refinansowany i przejdzie w zadłużenie długoterminowe. Kolejne 5 mln zł wzrostu, to finansowanie inwestycji w halę produkcyjną w zakładzie w Koronowie.

Zatem ze 145 mln zł wzrostu zadłużenia, za około 133 mln zł odpowiadają: MSSF 16 (80 mln zł), developing (28 mln zł), Atrem (11 mln zł), nowy biurowiec (9 mln zł) i inwestycja w Koronowie (5 mln zł).

Warto również zwrócić uwagę, że na koniec 2019 roku grupa miała na rachunkach bankowych 20,6 mln zł środków pieniężnych, a na początku 2020 roku sprzedała CH Faktoria za 19,5 mln zł. Sytuacja płynnościowa grupy jest zatem bardzo dobra.

#### PRZEWIDYWANIA, PERSPEKTWY

Na chwilę obecną największym ryzykiem dla grupy jest koronawirus i sytuacja w segmencie Hotele. Dla przypomnienia, w 2018 roku odpowiadał on za 33% zysku operacyjnego (8 z 24 mln zł), a w 2019 roku aż za 63% (10,7 z 17 mln zł).

Zatem ubytek przychodów i zysków związany z wyłączeniem działania hoteli w marcu – kwietniu, a następnie z ich działaniem w bardzo ograniczonym zakresie w maju z pewnością będzie bardzo odczuwalny dla grupy.

Ale Immobile wchodzi akurat w taki okres, że inne segmenty mogą i powinny wypełnić lukę powstałą w segmencie Hotele.

W liście do akcjonariuszy zarząd wyraził wolę zbliżenia się do 600 mln przychodów ze sprzedaży w 2020 roku. Trudno stawiać jakiegokolwiek racjonalne prognozy zysków, gdy wiele firm wręcz mówi o walce o zachowanie płynności.

W przypadku Immobile z płynnością nie ma problemu, wzrost przychodów jest bardzo prawdopodobny (nawet istotny wzrost), natomiast zyski pozostają niewiadomą – wiele zależy od tempa odbicia w segmencie Hotele.

## POZOSTAŁE KWESTIE

Podsumowując chciałem zwrócić uwagę na kilka kwestii:

- Grupa Immobile systematycznie rośnie pod względem przychodów, jednocześnie optymalizując segmenty działalności i spółki z grupy, co w efekcie powinno przełożyć się na wzrost marż,
- W styczniu 2020 roku grupa sprzedała Centrum Handlowe Faktoria, inkasując za nie 19,5 mln zł, co poprawi jej sytuację gotówkową,
- Od 4 lat grupa wypłaca dywidendę co roku ją nominalnie podwyższając. Na chwilę obecną w związku z Covid-19 brak jeszcze rekomendacji odnośnie do dywidendy,
- Bardzo dobre relacje inwestorskie – otwarta komunikacja z inwestorami, czaty, webinary po wynikach, newsletter Inwestora, Dzień Inwestora,
- W odpowiedzi na niską cenę akcji spółka przeprowadziła skup akcji, dając jednocześnie możliwość wyjścia z akcjonariatu niecierpliwym inwestorom bez sprzedawania akcji na GPW, co mogłoby negatywnie wpłynąć na kurs akcji,
- W 2020 roku z powodu covid-19 mocno ucierpi segment Hotelu. Jednocześnie grupa pragnie wykorzystać obecną sytuację i szuka ciekawych obiektów w dobrych cenach pod przyszłe obiekty hotelowe.

## ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

### **Konflikt interesów:**

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji i obligacji spółki.

### **Zastrzeżenie:**

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.