

Grupa Kapitałowa IMMOBILE

wyniki Q2 2021 r.

Autor: Remigiusz Iwan, 06.10.2021 r.



Grupa Kapitałowa Immobile (GKI) opublikowała wyniki I półrocza 2021 roku.

Przychody grupy w H1 2021 r. wyniosły 226 mln zł wobec 229 mln zł rok wcześniej (-3 mln zł), a w samym II kwartale 131 mln zł wobec 118 mln zł (+13 mln zł). Drugi kwartał przyniósł zatem wzrost przychodów r/r, ale spowodowany jest on włączeniem do grupy spółki odzieżowej działającej pod marką Quiosque.

W H1 2021 r. grupa odnotowała -3,2 mln zł straty netto wobec -2,6 mln zł straty przed rokiem, a w samym Q2 zysk netto jednostki dominującej wyniósł 1 mln zł wobec -1,5 mln zł straty rok wcześniej. Tutaj również pomocną dłoń wyciągnął nowy segment Odzież reprezentowany przez Quiosque.

Wcześniej swoje wyniki kwartalne opublikowały wchodzące w skład GKI spółki Atrem i PJP Makrum, mamy zatem już pełen obraz grupy. Zapraszam zatem do omówienia wyników Grupy Immobile.

GKI – przedmiot działalności

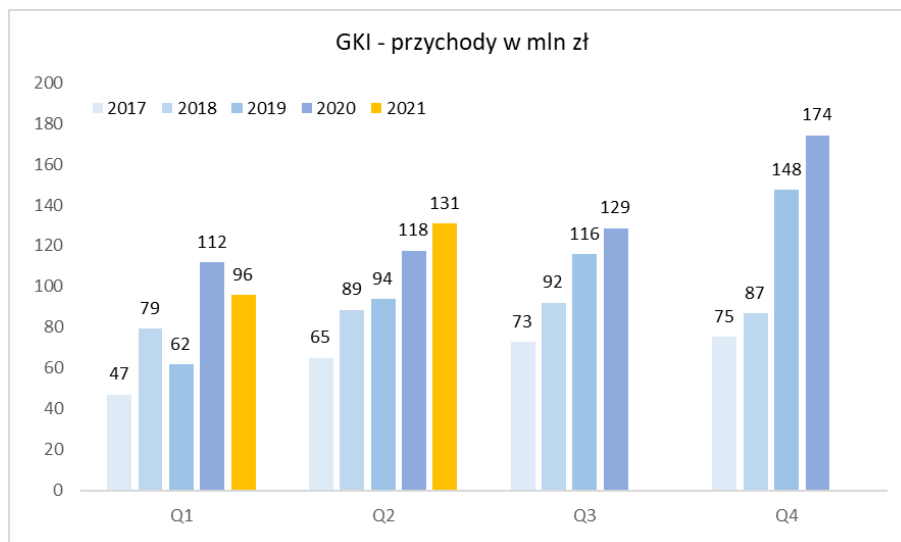
W skład grupy wchodzi kilka segmentów: Hotelarstwo (podlega bezpośrednio pod IMMOBILE), Developing (również konsolidowany w IMMOBILE), Najem aktywów (również IMMOBILE), do tego dochodzi Przemysł (przeładunki i systemy parkingowe MODULO konsolidowane w PJP Makrum), Budownictwo przemysłowe (również PJP Makrum) i wreszcie Automatyka i Elektroenergetyka (Atrem). W kwietniu 2021 roku grupa sfinalizowała przejęcie sieci odzieżowej Quiosque, której wyniki są konsolidowane od II kwartału 2021 roku. Grupa zmierza zatem w kierunku holdingu spółek z różnych branż – coś na kształt funduszu inwestycyjnego.



Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor analizy posiada akcje GKI w swoim portfelu inwestycyjnym.

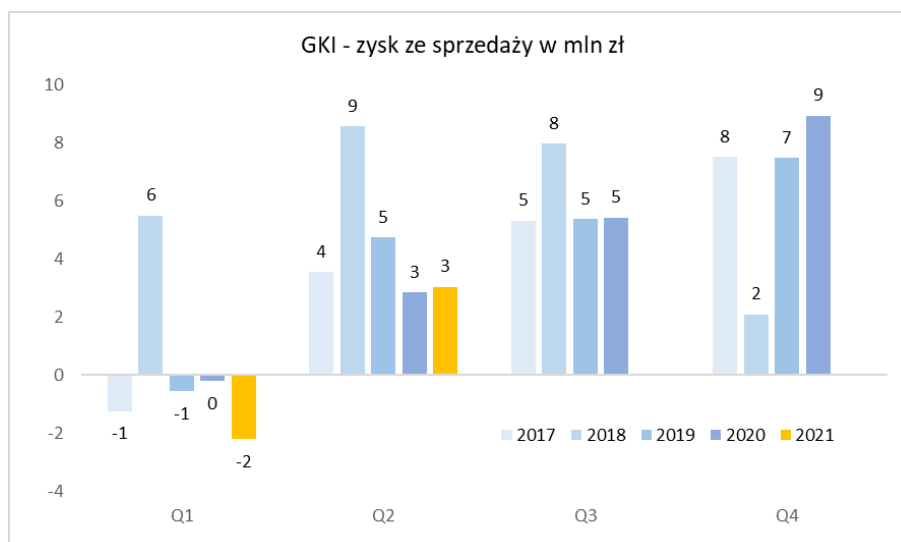
Grupa Kapitałowa IMMOBILE – wyniki II kwartału 2021 roku

Przychody grupy w Q2 2021 roku wyniosły 130,8 mln zł, co oznacza wzrost o 13 mln zł w stosunku do analogicznego okresu 2020 roku. Jednakże w tym okresie nowy segment Odzież (Quiosque) wypracował 23 mln zł przychodów, zatem de facto mamy 10 mln spadku porównywalnych przychodów.

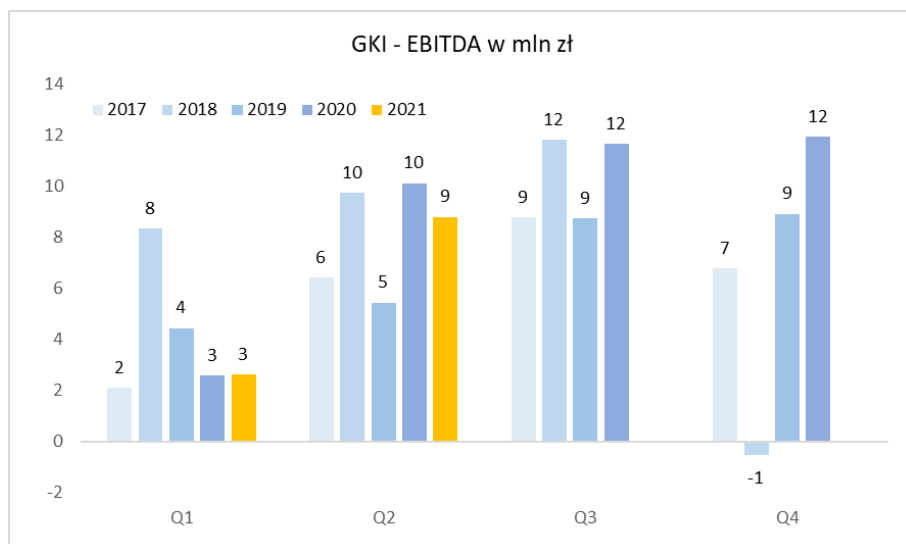


Na spadek przychodów wpłynął przede wszystkim segment Budownictwo Przemysłowe, w ramach którego główne kontrakty znajdowały się w początkowej fazie realizacji, a do tego miały miejsce zmiany w umowach, skutkujące przesunięciem rozpoczęcia prac.

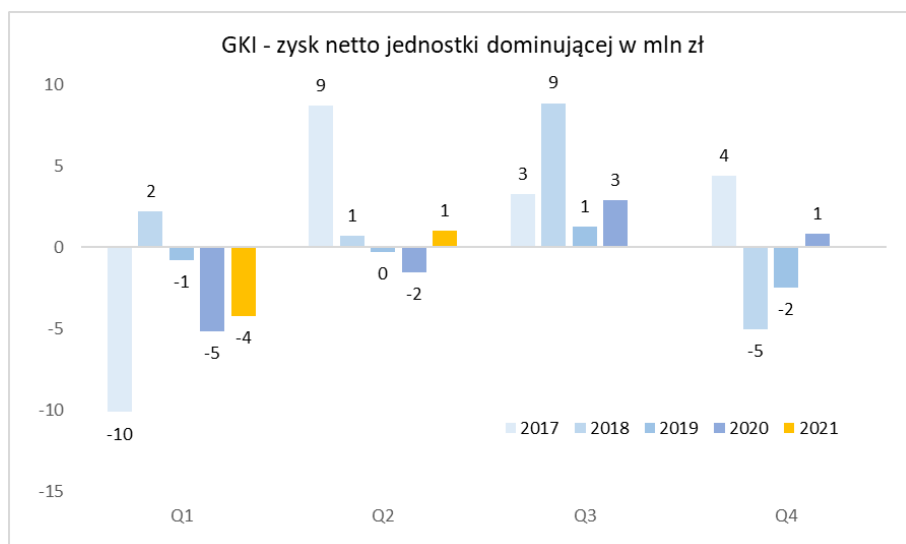
Ubytek segmentu Budownictwo został nadrobiony przez Odzież, który osiągnął również pozytywny wynik finansowy i w rezultacie zysk ze sprzedaży nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem:



EBITDA również znajduje się na poziomie zbliżonym do ubiegłego roku:



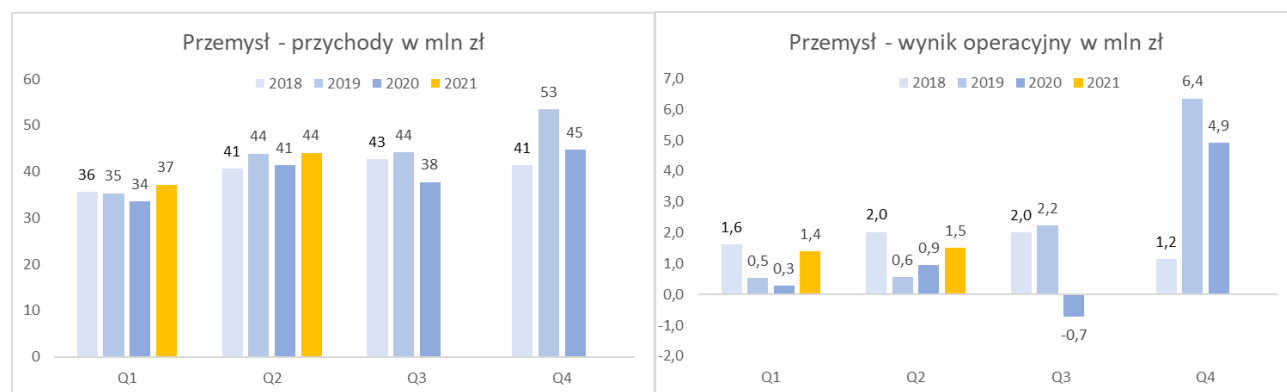
A zysk netto jednostki dominującej jest nieco wyższy rok do roku:



GKI – wyniki według segmentów

Na wyniki grupy Immobile wpływ ma kilka mocno różniących się od siebie segmentów, warto śledzić rezultaty każdego segmentu osobno, a nie tylko zbiorcze.

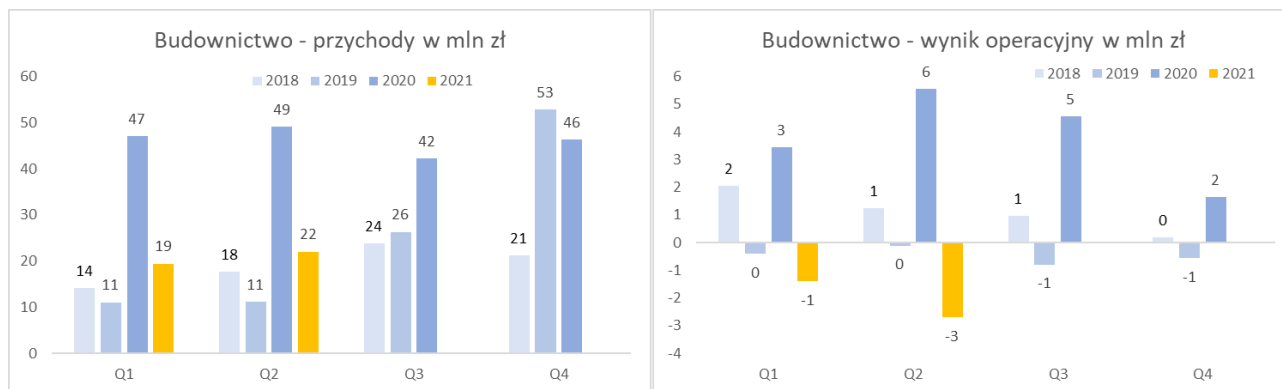
Wyniki grupy PJP Makrum i Atremu omawiałem w osobnych wpisach ([PJP Makrum](#), [Atrem](#)), w tym wpisie ograniczę się do wklejenia wykresów i krótkiego komentarza. Zaczynamy od Przemysłu w PJP Makrum:



Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor analizy posiada akcje GKI w swoim portfelu inwestycyjnym.

W ramach segmentu Przemysł, w Przeładunkach 2021 rok przyniósł istotny wzrost zamówień i poprawę przychodów i zysków. Natomiast gorzej w Q1 radziły sobie Parkingi MODULO, stąd poprawa wyników całego segmentu r/r nie jest imponująca.

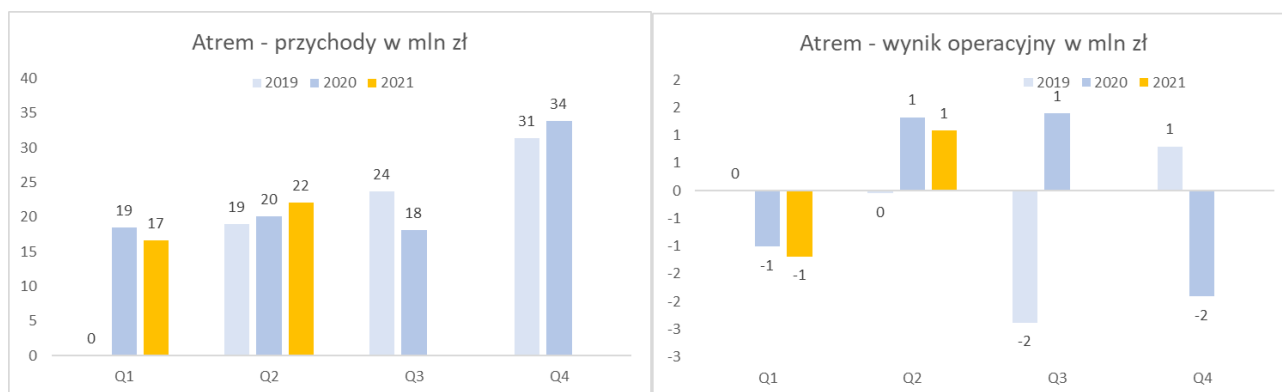
Sporym rozczarowaniem (dla mnie) w Q2 2021 r. okazał się segment Budownictwa Przemysłowego:



Oczywiście na projekty budowlane należy patrzeć w dłuższym okresie niż jeden kwartał, tym niemniej to już drugi kwartał z rzędu, gdy segment zanotował mocny spadek przychodów oraz istotne pogorszenie wyników. Co dla mnie również istotne, zarząd PJP nie sygnalizował takiej sytuacji przy omawianiu perspektyw w raporcie za Q1 2021 r. *(Priorytetem segmentu jest utrzymanie rentowności, co może okazać się trudne przy dynamicznym wzroście cen materiałów budowlanych w 2021 roku oraz zwiększeniu wolumenu sprzedaży (realnym jest uzyskanie 2021 r. wartości sprzedaży zbliżonej do tej z 2020 r.).*

Grupa tłumaczy tę sytuację wczesnym etapem prac na głównych kontraktach (Tłocznia gazu Odolanów, osiedle Perfumiarnia) oraz zmianami w kontraktach, które skutkowały przesunięciem ich realizacji. Grupa oczekuje wzrostu przychodów w kolejnych kwartałach i wzrost ten musiałby być bardzo mocny, żeby odrobić lukę przychodową.

Podobne wyjaśnienia do braku wzrostu przychodów (wczesny etap kontraktów) podaje Atrem:



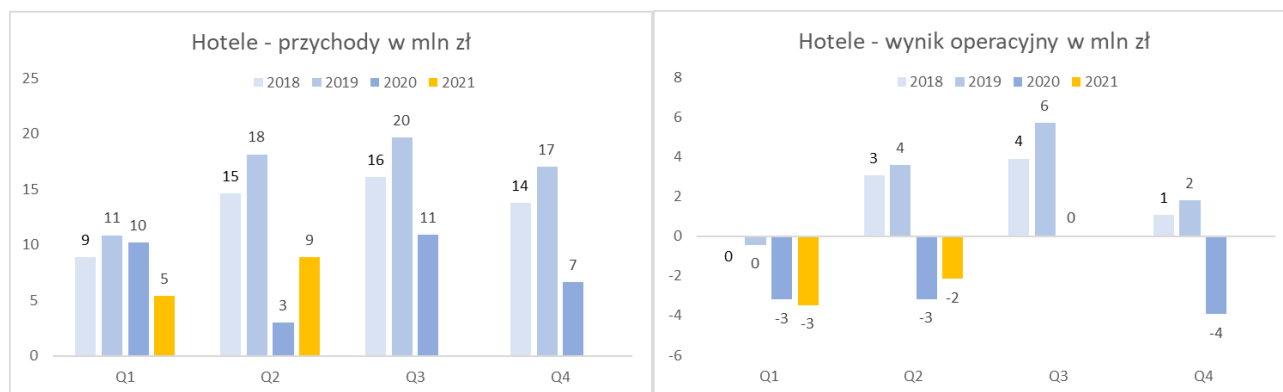
Jeżeli chodzi o Przemysł i Budownictwo po szczegóły zapraszam do analizy PJP Makrum, a w zakresie Atremu, do analizy wyników właśnie tej spółki (linki powyżej).

Bezpośrednio pod GKI znajdują się segmenty Hotele, Developing, Najem i Odzież i tym segmentom teraz się przyjrzymy.

W segmencie Hotele sytuacja nadal była napięta przez większość drugiego kwartału nie mogły one normalnie funkcjonować. Od 20 marca 2021 r. hotele były dostępne jedynie dla wąskiej grup osób,

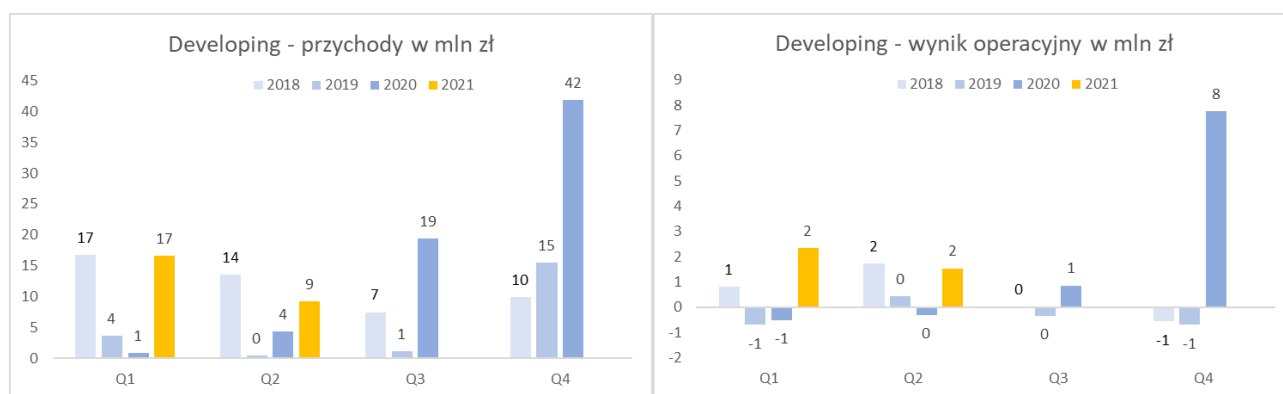
Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor analizy posiada akcje GKI w swoim portfelu inwestycyjnym.

dopiero 8 maja zezwolono na udostępnienie 50% bazy pokoi, a pod koniec czerwca 75% bazy. Stąd też wyniki Q2 w segmencie Hoteli musiały być słabe i tak było:



Bardzo dobrze dla Hoteli wyglądają natomiast perspektywy Q3, ale o tym w dalszej części analizy.

W Q2 2021 roku pozytywnie do wyników dołożył się segment Developing – za sprawą przekazania mieszkań na osiedlu Platanowy Park.



I te przekazania nadal będą miały miejsce w Q3 2021 roku, „na bilansie” na 30.06.2021 r. grupa miała lokale dostępne do sprzedaży o wartości 17 mln zł.

Struktura zapasów w podziale na działalność developerską

	30-06-2021 (niebadane)	31-12-2020
Lokale mieszkalne w trakcie budowy	65 408	42 857
Lokale mieszkalne dostępne do sprzedaży	17 615	37 514
Pozostałe zapasy (dotyczące innych segmentów)	66 973	34 491
	149 995	114 862

W Q2 2021 roku w skład grupy wszedł segment Odzież – marka Quiosque, który wypracował w tym okresie 23 mln przychodów i 4 mln zł zysku operacyjnego istotnie przyczyniając się do wyników grupy w drugim kwartale.

GKI – perspektywy

W kontekście kolejnych kwartałów istotny dla wyników grupy będzie dalszy rozwój (a raczej wyhamowanie) pandemii covid-19 (ma wpływ na segment Hotelarstwo) oraz kształtowanie się cen materiałów budowlanych, które może mieć wpływ na rentowność kontraktów realizowanych przez Budownictwo Przemysłowe oraz Atrem.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor analizy posiada akcje GKI w swoim portfelu inwestycyjnym.

Poniżej moje oczekiwania co do Q3 dla poszczególnych segmentów.

Przemysł – grupa zakończyła modernizację zakładu produkcyjnego w Koronowie, co pozytywnie wpływa na optymalizację procesów produkcyjnych (wzrost wydajności, redukcja kosztów) oraz na zwiększenie mocy produkcyjnych. W 2021 roku grupa odnotowuje niespotykane dotąd zainteresowanie ofertą i rekordowe poziomy zamówień w zakresie Systemów Przetadunkowych. Grupa oczekuje również odbicia w Parkingach Modulo. Zakładam kilkunastoprocentowy wzrost przychodów i zysku operacyjnego w porównaniu z Q2 2021 r. i bardzo duży (niska baza) wzrost zysku rok do roku.

Budownictwo przemysłowe – w realizacji są 2 duże kontrakty: Osiedle Perfumiarnia w Poznaniu i Tłocznia gazu Odolanów, ale i kilka innych (np. Akademia Piłkarska Lecha Poznań). W 2021 roku grupa planuje osiągnąć przychody ze sprzedaży na poziomie zbliżonym do roku 2020, jednak powtórzenie rentowności będzie trudne – ze względu na rosnące ceny materiałów. W I półroczu 2021 roku przychody ze sprzedaży mocno spadły rok do roku, zatem w Q3 przychody powinny się mocno poprawić w stosunku do Q2 2021 i być nie niższe niż w Q3 2020 roku. Ze względu na wzrost cen materiałów i usług zakładam niższą marżę i wynik operacyjny na niewielkim plusie (rok temu +1 mln zł).

Automatyka i Elektroenergetyka (Atrem) – kontrakty powinny wejść w fazę właściwej realizacji, oczekuję istotnego wzrostu przychodów k/k i r/r, ale wyniku operacyjnego na niewielkim plusie (porównywalnie do Q3 2020 roku) – niepewność związana z kosztami materiałów.

Hotelarstwo – Q3 będzie powinien być bardzo dobry dla spółki, tak wynika z podanych danych „zajętości” pokoi, ale również i z wypowiedzi z branży (prezes Arche).

W Q2 grupa powiększyła swoją bazę o dwa kolejne obiekty: Focus Hotel Premium Elbląg – 85 pokoi w standardzie czterech gwiazdek – dołączył do sieci na podstawie umowy dzierżawy w dniu 01.05.2021, a Focus Hotel Grand Szczecin – 89 pokoi również w standardzie czterech gwiazdek – w dniu 14.06.2021. Łącznie grupa dysponuje 1.104 pokojami w 12 hotelach.

Dane operacyjne za Q3 wyglądają bardzo mocno:

ROK	3Q 2021	3Q 2020	vs. 2020
OCC%	70,5%	47,3%	+23,2 p.p.
Średnia cena sprzedanego pokoju netto	229,9 zł	193,8 zł	+36,1 zł
Przychód na dostępny pokój netto	162,0 zł	91,7 zł	+70,3 zł

1.104 pokoje x 162 zł przychodu z pokoju x 90 dni = około 16 mln zł przychodów. Wartość ta obejmuje „czystą” usługę hotelową, do niej należy dodać przychody ze śniadań, restauracji czy wynajmu sal konferencyjnych. Zakładając mnożnik 1,4 otrzymujemy przychody na poziomie ponad 22 mln zł – historycznie grupa jeszcze takich nie osiągała w segmencie Hotele. W Q3 2019 roku przy przychodach 20 mln zł grupa osiągnęła 6 mln zł zysku operacyjnego. Ze względu na wyższe koszty (więcej hoteli, wzrosty kosztów pracy, koszty anty-covid) zakładam, że zysk operacyjny będzie niższy, 4-5 mln zł.

Developing – w Q3 2021 roku będą nadal przekazywane mieszkania w ramach Osiedla Platanowy Park II etap – jednak poziom przychodów zależy od tego ile zostanie faktycznie sprzedanych. Na 30.06.2021 r. 9 mieszkań czekało na przekazanie klientom, a 19 było gotowych – niesprzedanych.

Co do dalszej przyszłości segmentu, warto zwrócić uwagę, że III etap osiedla cechuje przewidywany przychód w wysokości 123 mln zł, a zakończony ma zostać na przełomie 2022 i 2023 roku. Pod koniec 2021 roku zakończona zostanie budowa II etapu Osiedla Uniwersyteckiego, którego przewidywany

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor analizy posiada akcje GKI w swoim portfelu inwestycyjnym.

przychód wynosi 31 mln zł. Na IV kwartał 2022 roku planowane jest zakończenie I etapu osiedla Rabatki, którego planowany przychód wynosi 51 mln zł. Segment ten powinien zatem pozytywnie kontrybuować do wyników w 2021 roku i w latach kolejnych.

Quiosque – trudno w tym segmencie snuć konkretne przewidywania, zwłaszcza, że nawet jeszcze konsolidacja nie została formalnie zakończona. Na pewno Q2 był dobry (efekt odwilży po lockdownie), Q3 pewnie już taki nie był, a jak będzie dalej to chyba nikt nie wie. Na pewno, można powiedzieć „klasycznie” dla GKI segment będzie podlegał restrukturyzacji kosztowej.

Podsumowując, II kwartał dla GKI podobnie jak I-szy nie był udany wynikowo, głównie za sprawą pandemii covid-19 (strata segmentu Hotelarstwo) i przesunięć na kontraktach budowlanych (mniejsze przychody Budownictwa Przemysłowego i Atremu).

Sytuacja poszczególnych segmentów na Q3 i kolejne okresy wygląda dobrze, jeżeli nie powrócą ograniczenia związane z covid-19, w kolejnych kwartałach wyniki grupy powinny ulec poprawie, przy czym w Q3 2021 roku oczekuję mocnej ich poprawy ze względu na mocny kwartał Hoteli.