
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja wybranych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst

Warszawa, czerwiec 2016

Podsumowanie

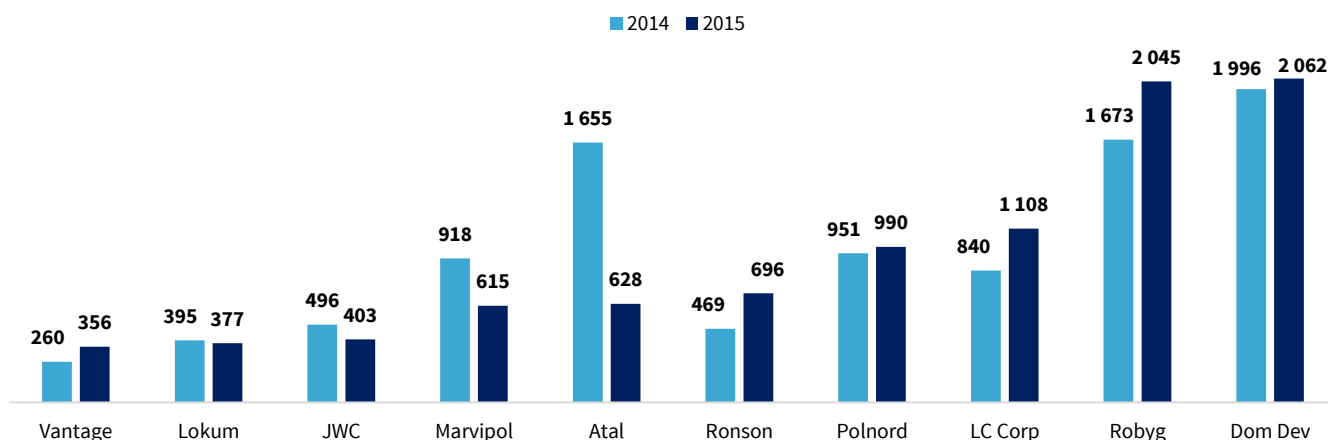
- Ostatnie dwa lata były dla deweloperów bardzo udane. Sprzyjający klimat makroekonomiczny zaowocował **wzrostem przekazania lokali przez wszystkich deweloperów działających na rynku w 2015 r. o 5,7%**, a w analizowanej przez nas grupie odnotowano **2,4% wzrost przychodów z działalności deweloperskiej**. Dobry okres dla deweloperów znajduje również odbicie w realizowanych **marżach brutto i netto ze sprzedaży** – były one u większości podmiotów **wyższe aniżeli w poprzednich okresach**.
- Sprzedaż mieszkań w 2015 r. oraz cele sprzedażowe deweloperów na 2016 r. pozwalają z optymizmem patrzeć na najbliższe 2 lata – **dziesięciu z jedenastu analizowanych deweloperów poprawiło w 2015 r. sprzedaż** w odniesieniu do poprzedniego roku. W formie umów deweloperskich i przedwstępnych sprzedali oni **o 36% więcej mieszkań** niż rok wcześniej, a zakładane przez zarządy spółek poziomy sprzedaży na bieżący rok w większości przypadków zakładają wzrost lub przynajmniej utrzymanie obecnego wolumenu sprzedaży.
- Poziom sprzedaży za pierwszy kwartał 2016 r. oraz **zwiększenie liczby wydanych pozwoleń na budowę o 20%** dają solidne podstawy, aby sądzić, że prognozy zarządzających się zmaterializują, a wyniki w latach 2016-2017 będą przynajmniej równie wysokie jak w 2015 r.
- Powyższe czynniki wpłynęły na zwiększoną aktywność deweloperów mieszkaniowych w zakresie pozyskiwania środków na nowe projekty, w tym poprzez emisje obligacji korporacyjnych - **od 2012 r. łącznie dziesięciu deweloperów zadebiutowało na rynku Catalyst**.
- Od 2012 r. **spada poziom zadłużenia netto** deweloperów – dzieje się tak za sprawą **rosnącego salda gotówki**, które jest utrzymywane przez spółki, aby móc szybko zareagować na okazje inwestycyjne i nabywać grunty zapewniające im pipeline na kolejne okresy. Część środków deponowana jest także na **rachunkach powierniczych**.
- Pomimo **spadku wskaźników zadłużenia netto w relacji do kapitałów własnych**, **rosną wskaźniki ogólnego zadłużenia** – dzieje się tak za sprawą klasyfikacji wpłaconych zaliczek na lokale jako zobowiązania, które znikają w momencie przekazania lokali nabywcom.
- Od kilku lat **spada również udział kredytów bankowych w strukturze zadłużenia deweloperów na korzyść obligacji**, które są przez nich chętnie wybierane – na koniec 2015 r. łączna wartość zobowiązań z tytułu obligacji po raz pierwszy przekroczyła wartość zobowiązań z tytułu kredytów w grupie analizowanych przez nas deweloperów.
- W ciągu najbliższych **18 miesięcy** przypada termin zapadalności obligacji o wartości ponad **750 mln zł**. W naszej ocenie emitenci w znacznej części będą chcieli **zrefinansować te obligacje poprzez nowe emisje**.
- Naszą analizą objętych zostało **11 deweloperów mieszkaniowych**, którzy posiadają obligacje wprowadzone na **Catalyst**, a ich łączny **outstanding** przekracza **40 mln zł**.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Więcej przekazanych mieszkań oraz wzrost przychodów ze sprzedaży deweloperów

Wg danych GUS w 2015 r. deweloperzy oddali do użytkowania 62.448 mieszkań, co jest wynikiem o 5,7% wyższym aniżeli rok wcześniej, kiedy odnotowano wzrost rzędu 4,6%. Choć w województwach pomorskim i wielkopolskim liczba oddanych do użytkowania mieszkań wzrosła o odpowiednio 21,2% oraz 10,3%, to w województwie małopolskim i mazowieckim, będącym zdecydowanie największym rynkiem, zanotowano spadki w wysokości odpowiednio 6,6% oraz 4,6%. W niewielkim stopniu zmieniła się liczba lokali oddanych do użytkowania na Dolnym Śląsku (+0,7%), który stanowi istotny rynek dla grupy analizowanych przez nas deweloperów. W 2015 r. analizowani deweloperzy przekazali 9.280 lokali przy 9.653 lokalach rok wcześniej, jednak zestawienie to nie uwzględnia Murapolu, który nie raportuje liczby przekazania. Wg naszych szacunków po włączeniu do statystyki Murapolu, otrzymalibyśmy liczbę przekazania na zbliżonym poziomie. Poza Atalem, który zaliczył spadek liczby przekazania aż o 62% (ponad tysiąc lokali), większość deweloperów poprawiła rezultat z 2014 r., a biorąc pod uwagę dynamikę najlepiej prezentowali się: Ronson (+48,4% r/r), przekazujący najmniej lokali spośród całego zestawienia Vantage Development (+36,9% r/r) oraz LC Corp (+31,9% r/r). Warto zauważyć, że Dom Development oraz Robyg wyróżniali się skalą działalności na tle pozostałych deweloperów i w 2015 r. odpowiadali za 44,3% wszystkich lokali przekazanych przez analizowanych deweloperów.

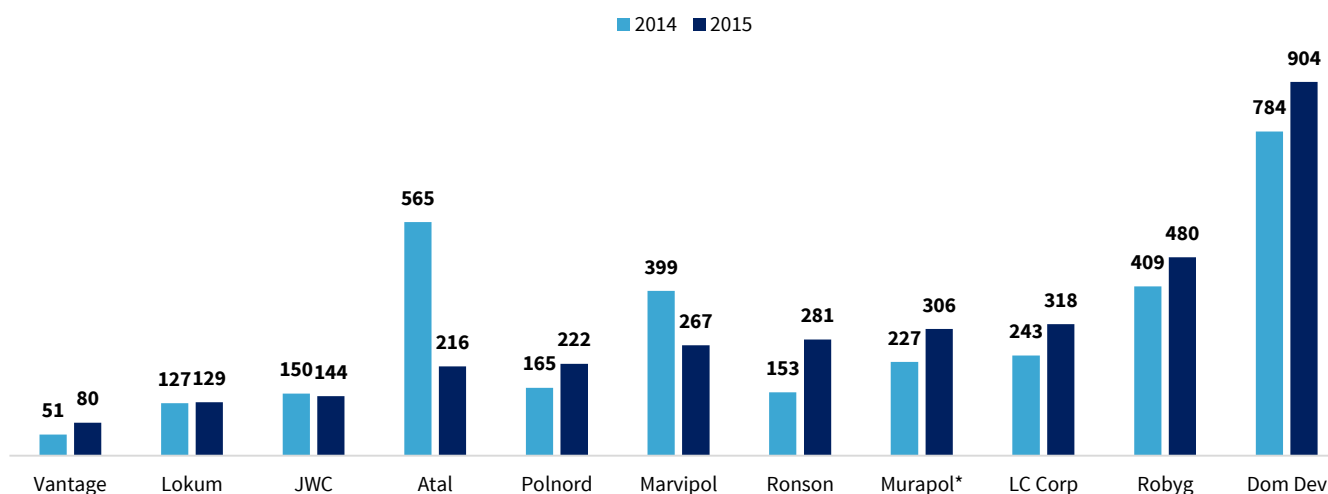
Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2014-2015 (w szt.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

W 2015 r. zanotowaliśmy łączny wzrost przychodów ze sprzedaży analizowanych deweloperów w 2015 r. (2,4% r/r). Większość deweloperów poprawiła odnotowane w 2014 r. przychody, ta sztuka nie udało się jedynie trzem podmiotom. Zdecydowanie największymi przychodami zarówno w 2014 r. jak i w 2015 r. mógł pochwalić się lider zestawienia przekazania lokali w ostatnich latach – Dom Development. Zwraca również uwagę przekraczający 60% spadek przychodów Grupy Atal, jednak wysoka sprzedaż w 2015 r. w stosunku do przekazanych lokali pozwala przypuszczać, iż w kolejnych latach deweloper może powrócić do rekordowych wyników raportowanych w 2014 r.

Przychody ze sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2014-2015 (w mln zł)



* Przychody z wyłączeniem PPO, przychodów ze sprzedaży nieruchomości inwest.

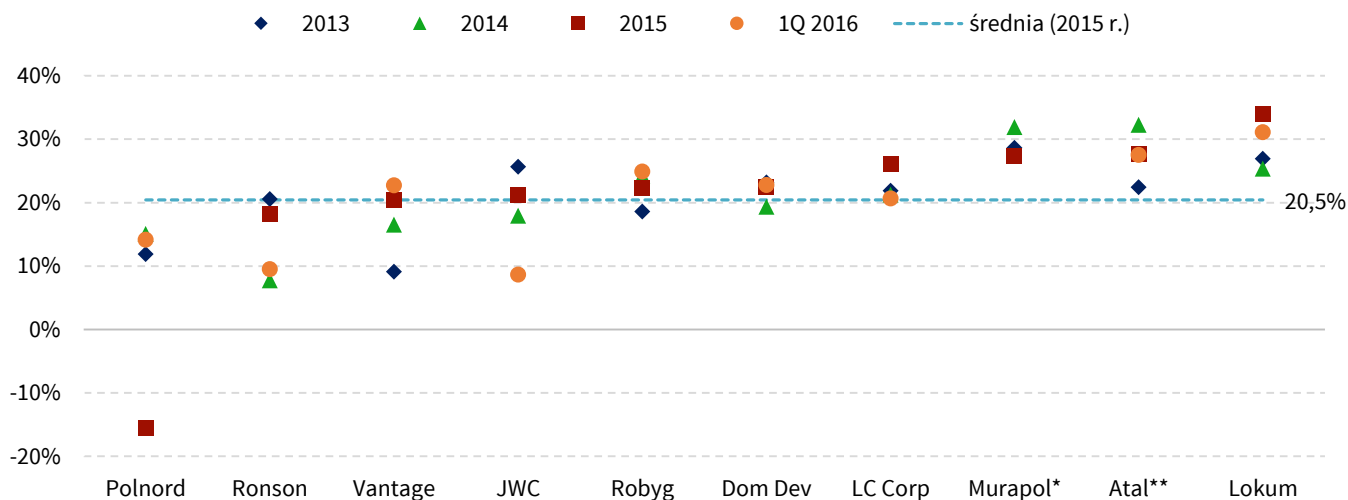
Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Deweloperzy śrubują marże brutto i netto ze sprzedaży

Dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym przyczyniła się również do poprawy wyników finansowych analizowanych deweloperów. **Sześciu na dziesięć analizowanych deweloperów w 2015 r. poprawiło marżę na poziomie zysku brutto ze sprzedaży** (bez uwzględnienia Marvipolu, który raportuje jedynie wynik operacyjny segmentu). Najlepiej z tego zestawienia zaprezentowała się Grupa Lokum Deweloper, która jako jedyna zarówno w 2015 r. jak i w pierwszym kwartale 2016 r. wygenerowała marżę brutto przekraczającą 30%. Wyższe rentowności na tle rynku mogą wynikać z koncentracji dewelopera na sprzedaży mieszkań o podwyższonym standardzie, w której jest on liderem na wrocławskim rynku oraz pełnienia funkcji generalnego wykonawcy swoich projektów. Średnią dla całego rynku zaniżył Polnord, który jako jedyny zanotował stratę wynikającą z niskich rentowności uzyskanych na projektach w Łodzi i Szczecinie oraz odpisów aktualizujących. Z uwagi na dość dużą stratę Polnordu średnia marża brutto dla wszystkich deweloperów ujętych w zestawieniu jest niższa niż rok wcześniej, jednak w przypadku pominięcia Polnordu byłaby ona **wyższa o 2,5 p.p.** w stosunku do średniej rentowności odnotowanej w 2013 r. i 2014 r.

Marża zysku brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wybranych deweloperów w okresie 2013-1Q 2016



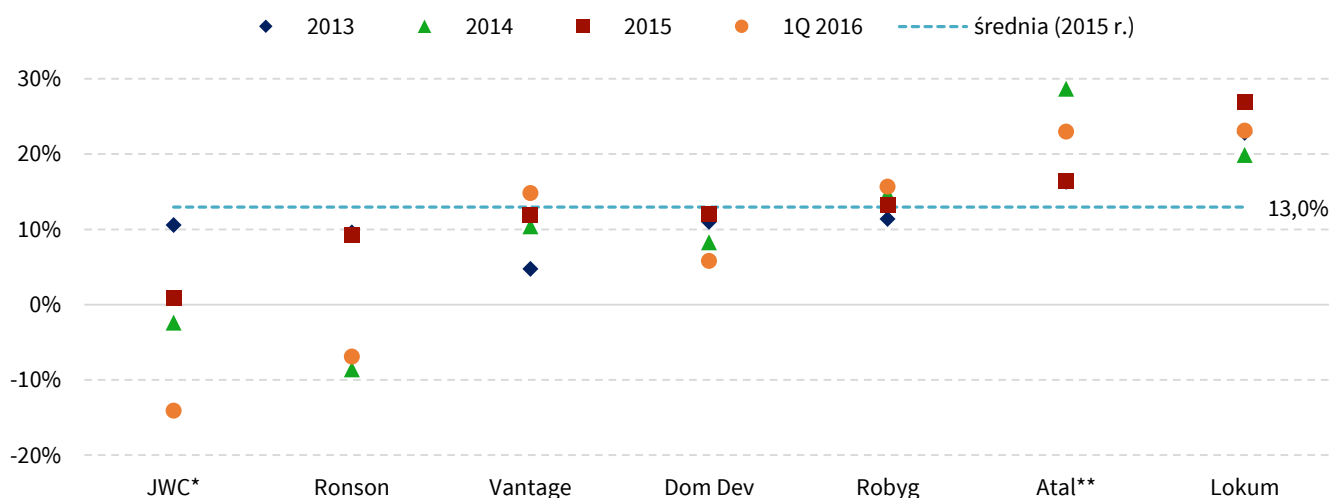
* marża zysku brutto za lata 2014-2015 nie uwzględnia przychodów oraz kosztu własnego sprzedaży nieruchomości inwestycyjnej

** marża zysku brutto uwzględnia również działalność w ramach segmentu usług najmu oraz sprzedaży tkanin, których łączny udział w przychodach nie przekracza 5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Spośród deweloperów, dla których możliwa była możliwość wyodrębnienia marży netto ze sprzedaży na działalności deweloperskiej dwie czołowe pozycje nie uległy zmianom i zostały zajęte przez deweloperów, którzy w ubiegłym roku zadebiutowali na rynku głównym GPW – Lokum Deweloper oraz Atal. Warto zauważyć, iż **pięć na sześć spółek ujętych w zestawieniu odnotowało wzrost marży ze sprzedaży**. Jedynie Robygowi nie udało się poprawić marży netto, pomimo utrzymania reżimu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na zbliżonym poziomie. **Średnia marża ze sprzedaży w analizowanej grupie wzrosła na przestrzeni ostatniego roku kalendarzowego z 10,1% do 13,0%.**

Marża zysku netto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wybranych deweloperów w okresie 2013-1Q 2016



* marża zysku netto ze sprzedaży nie uwzględnia aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych

** marża operacyjna segmentu deweloperskiego, saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych nieistotne

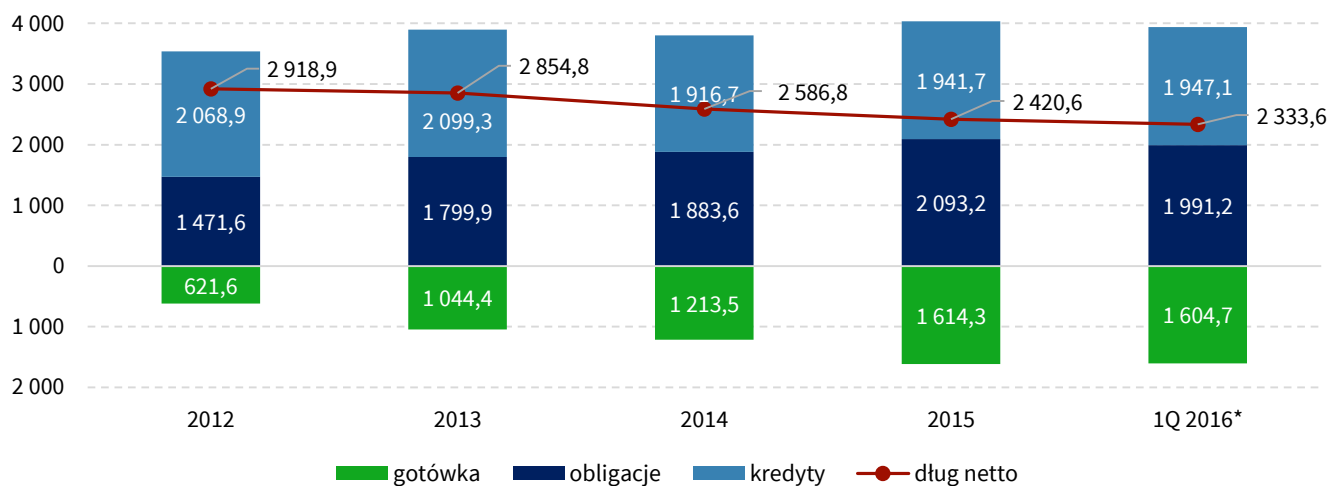
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnący udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów

Całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów z tytułu zaciągniętych kredytów i wyemitowanych obligacji osiągnęło na koniec 2015 r. wartość 4,03 mld zł w porównaniu do 3,80 mld zł na koniec 2014 r. (+6,2% r/r). Wartości długu oprocentowanego deweloperów nie podlegały w ostatnich latach dużym odchyleniom, natomiast widoczna była tendencja deweloperów do zmiany charakteru zadłużenia z kredytowego na obligacyjny – w 2012 r. 58,4% zadłużenia deweloperów stanowiły zaciągnięte kredyty, a w ostatnim roku ich udział spadł do 48,1%, co po części jest efektem coraz niższych marż obligacji, po jakich wiodący deweloperzy są w stanie plasować kolejne emisje. Przy nieznanym spadku długu w ostatnich trzech latach deweloperzy istotnie poprawili swoje pozycje gotówkowe – na koniec 2015 r. całkowity stan gotówki analizowanych deweloperów wyniósł 1,61 mld zł, przy 0,62 mld zł w 2012 r. Rosnące saldo gotówki można częściowo wytłumaczyć utrzymywaniem środków na rachunkach powierniczych oraz wzrostem wartości zadłużenia obligacyjnego w bilansie deweloperów – chcąc wykorzystać sprzyjającą koniunkturę panującą na rynku muszą posiadać rezerwy gotówkowe, które umożliwią im szybkie nabycie gruntu na konkurencyjnym rynku oraz finansowanie wczesnych etapów swoich inwestycji. Wzrost pozycji gotówkowej w stosunku do stabilnej wartości długu oprocentowanego wpłynął na spadek długu netto, który na koniec 2015 r. osiągnął wartość 2,42 mld zł w porównaniu do 2,92 mld zł w 2012 r. Ostatni kwartał nie przyniósł znaczących zmian w zadłużeniu analizowanej grupy deweloperów.

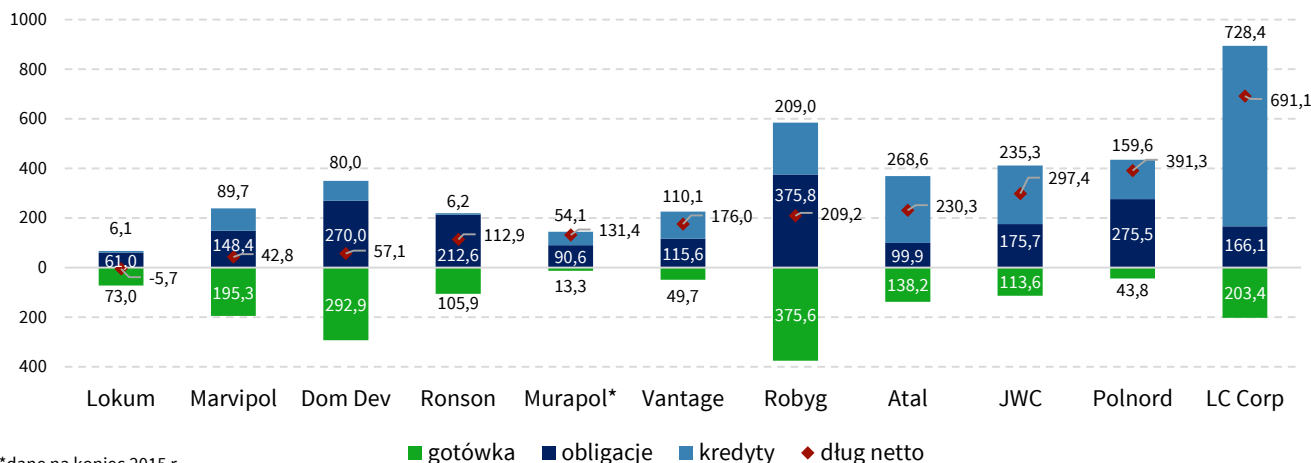
Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2012-1Q 2016 (w mln zł)



* wobec braku danych za 1Q 2016 r. w przypadku Murapolu wykorzystano dane na koniec 2015 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zaobserwowana na poziomie zagregowanym tendencja do zwiększania udziału obligacji w strukturze zadłużenia finansowego znajduje również odzwierciedlenie w bilansie poszczególnych deweloperów – u 8 emitentów wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów. Odwrotna sytuacja ma miejsce tylko w trzech przypadkach. Warto również zauważyć, iż tylko jednemu deweloperowi – Grupie Lokum Deweloper – udało się utrzymać wyższe saldo gotówki aniżeli zobowiązań finansowych. Ponadto, Lokum wraz z Ronson należały do emitentów o najwyższym udziale obligacji w strukturze zadłużenia.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2016 r. (w mln zł) (kolejność wg rosnącego długu netto)



* dane na koniec 2015 r.

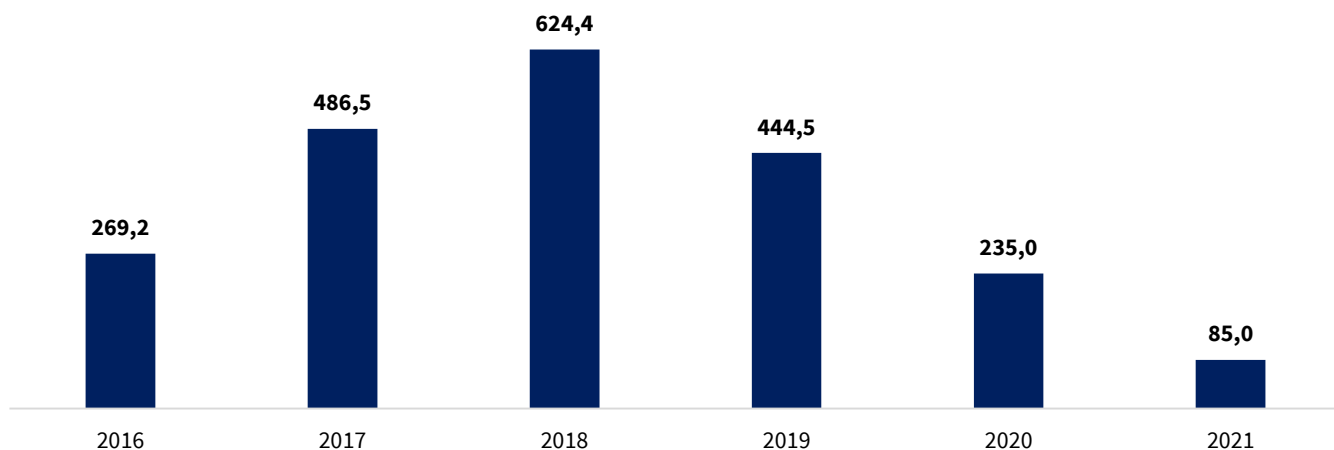
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Prawdopodobna chęć refinansowania obligacji zapadających w 2016/2017

W ciągu najbliższych 18 miesięcy analizowani przez nas deweloperzy zobowiązani są wykupić obligacje o łącznej wartości przekraczającej 750 mln zł. Harmonogramy realizacji i oddawania obecnie sprzedawanych inwestycji powodują, że deweloperzy powinni generować nadwyżki gotówki w najbliższych 2-3 latach. **Mimo to, w naszej ocenie spora część obligacji zapadających w tym okresie będzie podlegać refinansowaniu.** Decyzje odnośnie obligacji zapadających w 2018 r. będą uzależnione od perspektyw na kolejne lata, które będą się klarować wraz z czynnikami wskazanymi na str. 9.

Zapadalność obligacji analizowanych emitentów w poszczególnych latach (mln zł)

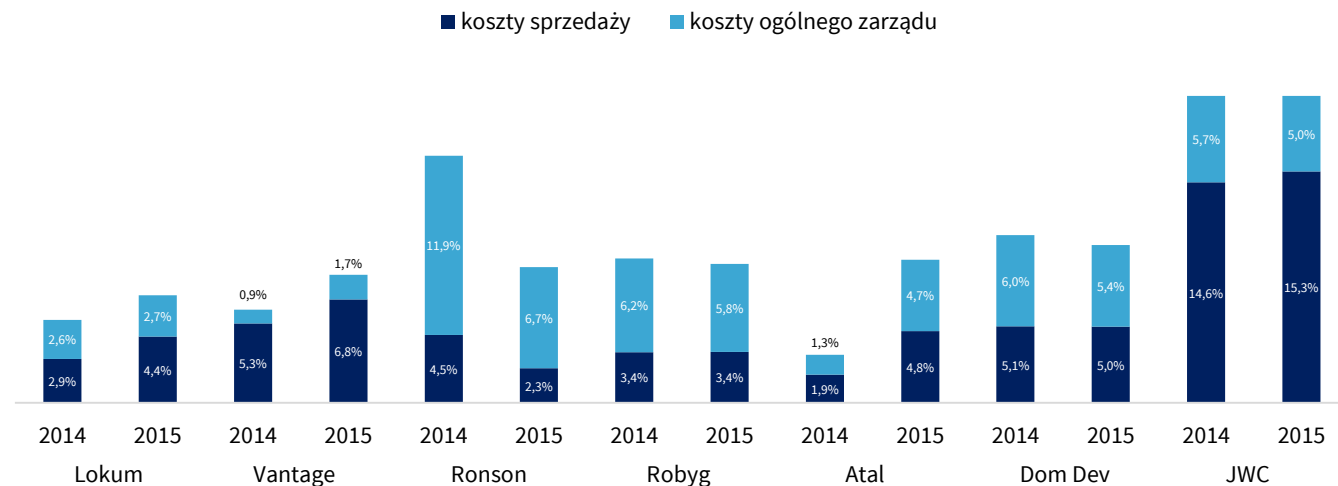


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych emitentów.

■ Zróżnicowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

Koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży w 2015 r. stanowiły bardzo zróżnicowany odsetek przychodów u poszczególnych deweloperów. Stosunek kosztów ogólnego zarządu do wielkości przychodów u Vantage Development był cztery razy niższy niż w przypadku grupy Ronson, mimo iż w sposób znaczący udało jej się obniżyć ten wskaźnik w odniesieniu do poprzedniego roku. Różnica między najmniej oraz najbardziej efektywnym kosztowo deweloperem jest jeszcze bardziej widoczna jeśli weźmiemy pod uwagę koszty sprzedaży. W tej kategorii tym razem na drugim biegunie znajduje się Ronson z kosztami sprzedaży stanowiącymi zaledwie 2,3% przychodów. Zdecydowanie najwyższe koszty sprzedaży na działalności deweloperskiej w ostatnich dwóch latach notowało JW. Construction – jako jedyne w tym zestawieniu posiadało koszty sprzedaży wynoszące kilkanaście procent przychodów.

Koszty ogólnego zarządu oraz sprzedaży jako % przychodów w latach 2014-2015



* koszty odnoszą się do działalności całej Grupy, łączny udział segmentu usług najmu oraz sprzedaży tkanin w przychodach nie przekracza jednak 5%

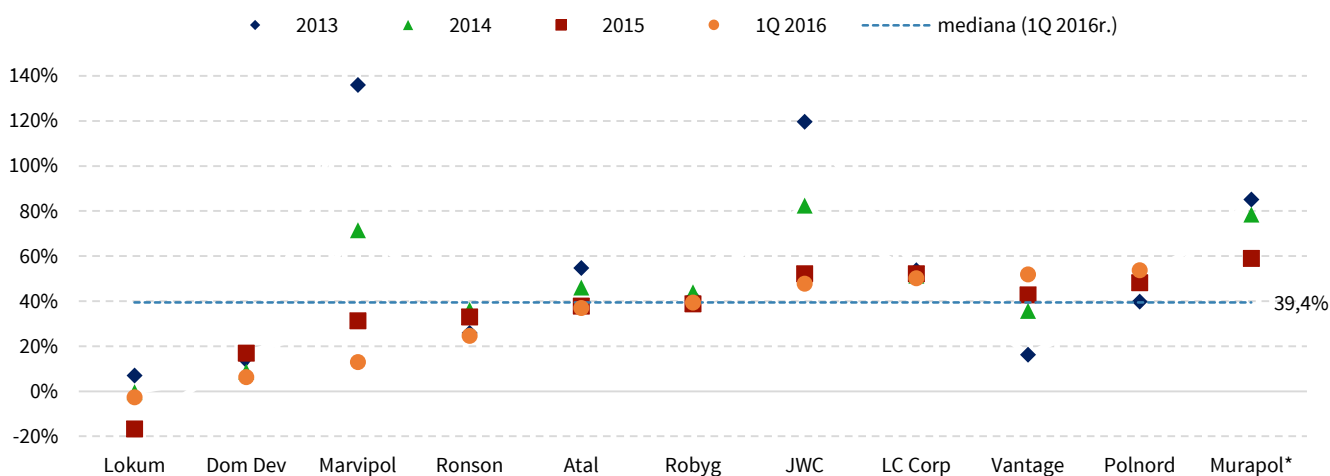
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Deweloperzy ograniczają dług netto w relacji do kapitałów własnych przy rosnących wskaźnikach ogólnego zadłużenia

Stabilna sytuacja w sektorze mieszkaniowym pozwoliła deweloperom na **pozyskiwanie finansowania** pod zakup kolejnych gruntów i realizację inwestycji – ośmiu deweloperów zmniejszyło wskaźnik dług netto / kapitał własny na koniec 2015 r. w stosunku do wartości z końca 2014 r. Deweloperami, którzy w największym stopniu ograniczyli zadłużenie netto w stosunku do kapitałów własnych w ostatnich dwóch latach byli Marvipol, J.W. Construction, natomiast jedynie Vantage Development, Polnord i Ronson pogorszyły swoje wskaźniki dług netto / kapitał własny w tym samym okresie. **Najwyższe zadłużenie na koniec ostatniego roku raportował Murapol – 59% wartości kapitałów własnych, a najniższe Lokum Deweloper – (-17%) wartości kapitałów własnych.** Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny na koniec pierwszego kwartału 2016 r. wyniosła 39,4% (uwzględniając dane Murapolu na koniec 2015 r.) i zmniejszyła się o 6,7 p.p. w stosunku do wartości z końca 2014 r.

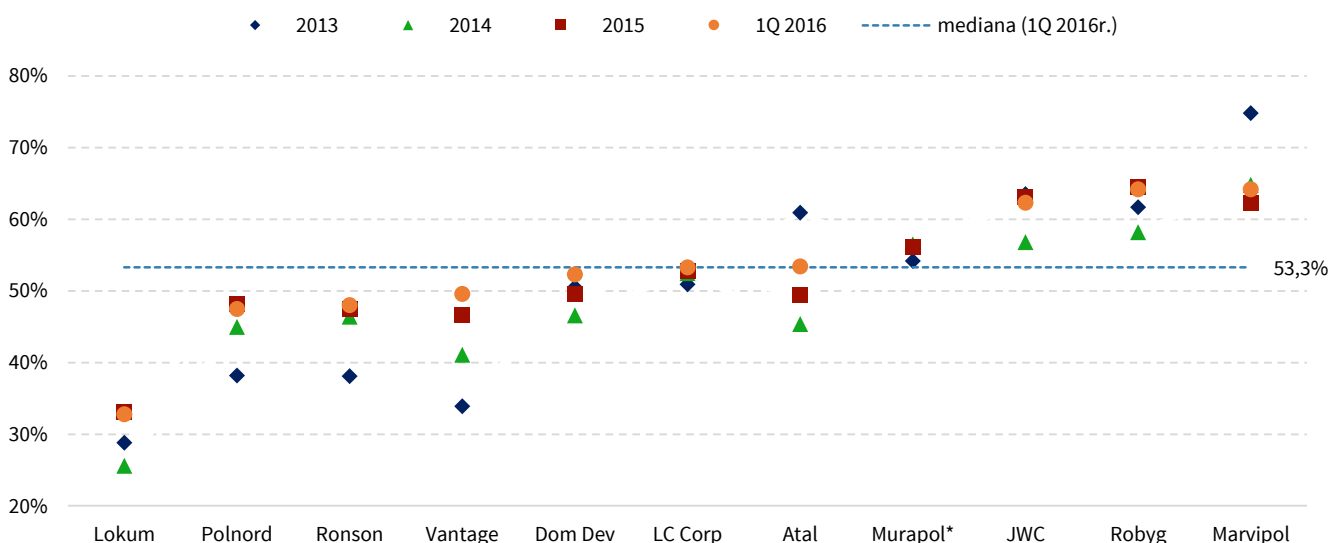
Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny w okresie 2013-1Q 2016



* brak danych za 1Q 2016r., spółka nie publikuje kwartalnych sprawozdań finansowych
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Inaczej sytuacja wyglądała w przypadku wskaźnika ogólnego zadłużenia, który w liczniku bierze pod uwagę m. in. wpłacone zaliczki na lokale. **Tylko Marvipol i Murapol ograniczyły zadłużenie mierzone jako stosunek zobowiązań całkowitych do pasywów w ostatnim roku**, co przełożyło się na wzrost mediany tego wskaźnika dla wszystkich deweloperów z 46,6% w 2014 r. do 49,6% w 2015 r. ponownie najniżej zadłużoną Spółką okazał się Lokum Deweloper ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 33,1%. Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia po pierwszym kwartale br. wyniosła 53,3% (uwzględniając dane Murapolu na koniec 2015 r.), co stanowiło o 6,7 p.p. więcej w stosunku do wartości na koniec 2014 r.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia w okresie 2013-1Q 2016



* brak danych za 1Q 2016r., spółka nie publikuje kwartalnych sprawozdań finansowych
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

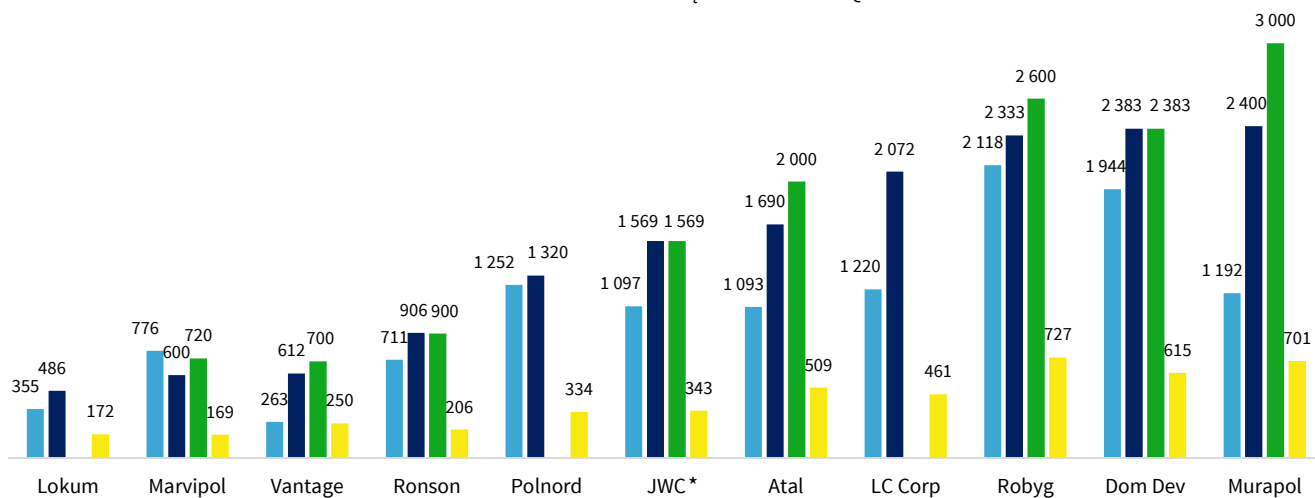
Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Rosnąca sprzedaż mieszkań i podążające za nią cele sprzedażowe zarządów deweloperów na 2016 r.

Poprzedni rok był udany dla deweloperów z rynku Catalyst pod względem liczby sprzedanych lokali – jedenastu wybranych przez nas deweloperów sprzedało w formie umów deweloperskich i przedwstępnych **16 371 lokali w porównaniu do 12 021 lokali w 2014 r. (+36,2% r/r)**. Wszystkie spółki oprócz Marvipolu poprawiły sprzedaż, a najlepiej pod tym względem wypadli: Vantage Development (+132,7% r/r – efekt niskiej bazy z poprzedniego roku), Murapol (+101,3% r/r) oraz LC Corp (+69,8% r/r). W związku z rozpoznawaniem przychodów w momencie przekazania lokali nabywcom ubiegłoroczna sprzedaż znajdzie w większości odzwierciedlenie w wynikach za 2016 r.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2014-1Q 2016 r. oraz cele zarządu na 2016 r. (w szt.)

■ 2014 ■ 2015 ■ Cel zarządu na 2016 ■ 1Q 2016



* Sprzedaż brutto

Źródło: Raporty bieżące i okresowe oraz informacje podane do publicznej wiadomości przez emitentów.

Większość deweloperów podała do wiadomości publicznej minimalny planowany poziom sprzedaży na 2016 r., który w większości przypadków zakłada sprzedaż mieszkań na poziomie nie niższym aniżeli w minionym roku, w związku z czym w 2016 r. możemy spodziewać się przynajmniej utrzymania ubiegłorocznego poziomu sprzedaży mieszkań. Cele zarządu znajdują uzasadnienie w danych rynkowych – wg GUS w ostatnim roku liczba mieszkań, na realizację których wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym wzrosła o 20,5% (wobec 13% rok wcześniej). Nastąpiło również 13,7-procentowe zwiększenie liczby mieszkań, których budowa została rozpoczęta. Te dane pozwalają przypuszczać, iż wyniki za lata 2016-2018 będą jeszcze lepsze. Tymczasem wyniki sprzedaży za pierwszy kwartał 2016 r. nie wykazują znacznego odchylenia in minus w stosunku do ¼ zakładanej sprzedaży na 2016 r.

Cele sprzedażowe zarządów poszczególnych spółek na 2016 r. oraz stopień ich realizacji w 1Q 2016 r.

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2016 r.	Sprzedaż 1Q 2016	% realizacji rocznej
Vantage	> 700	250	35,7%
Marvipol	720	169	23,5%
Ronson	> 900	206	22,9%
JWC*	> 1569	343	21,9%
Atal	> 2000	509	25,5%
Dom Dev	> 2383	615	25,8%
Robyg	2600	727	28,0%
Murapol	3000	701	23,4%

* Sprzedaż brutto

Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, wypowiedzi zarządów spółek.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Sprzyjające otoczenie makroekonomiczno-polityczne

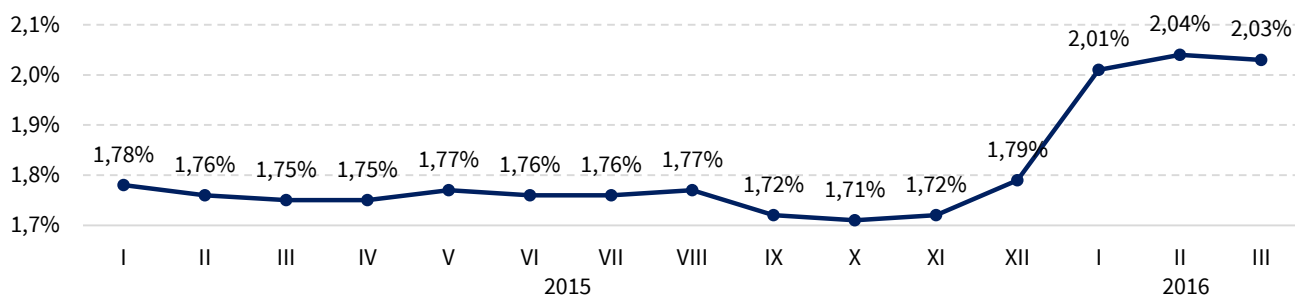
Przez ostatnie lata koniunktura na rynku mieszkaniowym wspierana była przede wszystkim przez czynniki makroekonomiczno-polityczne takie jak m. in. środowisko niskich stóp procentowych (zachęcające do zaciągania kredytów hipotecznych oraz realizacji stóp zwrotu z najmu, które są wyższe niż na lokatach bankowych – coraz więcej zakupów mieszkań na wynajem za gotówkę), stabilny wzrost gospodarczy, dalszy realny wzrost wynagrodzeń (zwiększający zdolność kredytową), stosunkowo stabilne ceny mieszkań i gruntów, czy dofinansowanie z programu „Mieszkanie dla Młodych”.

Poza czynnikami oddziałującymi na rynek w ostatnich okresach, pozytywny wpływ na sytuację deweloperów w najbliższych kilku latach może mieć rządowy program „500+”, który może ułatwić niektórym rodzinom decyzję o zakupie mieszkania. Inny program nowej ekipy rządzącej, „Mieszkanie+”, z uwagi na jego harmonogram nie będzie stanowił zagrożenia dla deweloperów w najbliższym okresie, gdyż pierwsze inwestycje w ramach programu ruszą w 2018 r., a oddane zostaną pewnie najwcześniej w 2019 r. Z punktu widzenia analizowanych deweloperów, **wpływ obu programów oceniamy raczej neutralnie, gdyż nie zmienia on istotnie sytuacji ich klientów**, niemniej może wpłynąć na globalny rynek mieszkaniowy.

Czynników ryzyka należy upatrywać po stronie banków, które obciążone nowym podatkiem przerzucają część kosztów na klientów poprzez **podwyższenie marż kredytów hipotecznych** (wzrost o ponad 20 p.b. w pierwszych miesiącach br.). Nie wpłynęło to jednak znacząco na sprzedaż deweloperów za pierwszy kwartał br. Przy większych obciążeniach banków (np. przy niekorzystnym rozwiązaniu problemu kredytów frankowych) może również dojść do **ograniczenia akcji kredytowej** w zakresie kredytów hipotecznych kosztem kredytów konsumenckich o wyższej marżowości. Jednak czynnikiem neutralizującym ten efekt będzie **rozwój rynku listów zastawnych**. Czynnikiem, który również może negatywnie wpłynąć na wielkość popytu na mieszkania oferowane przez deweloperów może być **podwyższenie wkładu własnego** przy kredycie hipotecznym z 10% do 15% w 2016 r. oraz docelowo do 20% w 2017 r.

Mimo wszystko wydaje się jednak, iż następne dwa lata powinny okazać się **dość udane dla deweloperów mieszkaniowych**, a materializacja powyższych ryzyk wraz z ryzykiem dotyczącym dalszego wzrostu gospodarczego może negatywnie wpłynąć na ich pozycję dopiero w późniejszych okresach.

Średnia marża kredytu hipotecznego w okresie styczeń 2015 r. - marzec 2016 r.

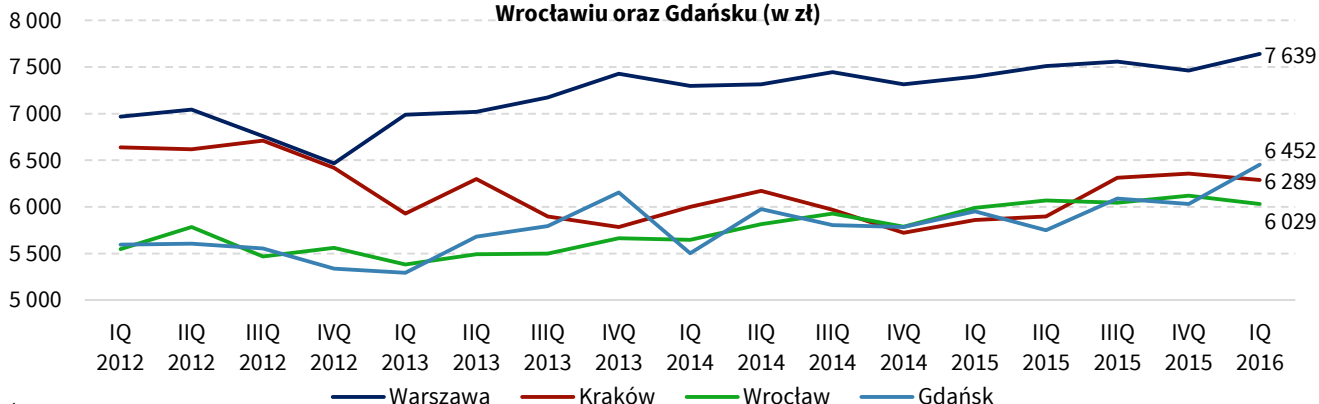


Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON-SARFIN 1/2016.

■ Umiarkowane rosnące ceny transakcyjne

Ceny transakcyjne metra kwadratowego mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku zanotowały wzrost w odniesieniu do wartości wykazywanych rok i dwa lata wcześniej. Spośród analizowanych miast na przestrzeni ostatniego roku najbardziej wzrosty ceny w Gdańsku (8,4%) oraz w Krakowie (7,3%). Symboliczny wzrost cen transakcyjnych odnotowano we Wrocławiu, gdzie za metr kwadratowy mieszkania w pierwszym kwartale 2016 r. trzeba było płacić o 0,7% niż rok wcześniej. Umiarkowane tempo wzrostu odnotowano w stolicy, gdzie średnia cena wzrosła o 3,3% i wyniosła 7.639 zł.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku (w zł)



Źródło: NBP

Lokum Deweloper

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	Wrocław, Kraków (od 2016)
Generalny wykonawca:	tak
GPW:	od 2015
Outstanding obligacji:	60,0 mln zł

Lokum Deweloper to deweloper mieszkaniowy działający we Wrocławiu, operujący głównie w segmencie mieszkań o podwyższonym standardzie. W III kw. 2016 r. planowane jest rozpoczęcie realizacji inwestycji na nowym dla spółki rynku – Krakowie. Lokum pełni funkcję generalnego wykonawcy swoich inwestycji. Od grudnia 2014 r. obligacje Spółki notowane są na Catalyst, a od grudnia 2015 r. akcje znajdują się w obrocie na rynku regulowanym na GPW.

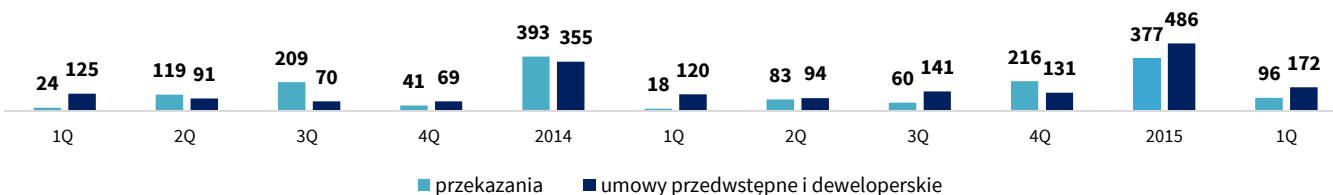
Skala działalności

- W 2015 r. Spółka przekazała 377 mieszkań (-4,1% r/r). Oferta dewelopera na koniec 1Q 2016 r. wyniosła 166 lokali, głównie w inwestycjach będących w realizacji. W całym 2016 r. Lokum Deweloper planuje wprowadzić do oferty 767 mieszkań we Wrocławiu i Krakowie, co przełoży się na rozszerzenie liczby oferowanych przez dewelopera lokali.
- W 2016 r. Deweloper planuje rozpocząć realizację inwestycji na łącznie 1.080 lokali we Wrocławiu oraz 245 lokali w Krakowie.
- Lokum ocenia swój potencjał do rozpoznania mieszkań w wyniku w bieżącym roku na 626 lokali (inwestycje Lokum Da Vinci, Lokum di Trevi V, Lokum Victoria). W przypadku zrealizowania tegorocznego potencjału przełoży się to na wzrost przekazania o 66,0% r/r. Kontraktacja z 2015 r. (486 lokali) oraz rekordowa sprzedaż z 1Q 2016 (172 lokale) powinny pozwolić Spółce na taką liczbę przekazania w 2016 r.
- Lokum Deweloper dysponuje bankiem ziemi, który pozwoli na realizację ok. 4.270 lokali mieszkalnych. (w tym dwa grunty – we Wrocławiu i Krakowie są na etapie kontraktacji – potencjalnie 1.700 lokali – do zapłaty za te działki pozostało 6,0 mln euro oraz 41,8 mln zł).

Bank ziemi	Lokalizacja	Liczba lokali
Tęczowa	Wrocław	550
Gnieźnieńska	Wrocław	850
Międzyleska	Wrocław	352
Międzyleska/Gazowa*	Wrocław	750
Poniatowskiego**	Wrocław	250
Kobierzyńska	Kraków	568
Sławka	Kraków	950
Razem		4 270

* grunty zakontraktowane
** wygrany przetarg

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- Ostatnie lata to okres stabilnego rozwoju Lokum. Spółka w ciągu ostatnich trzech lat zanotowała średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 15,3% oraz poprawiła osiągnięte rentowności.
- W 1Q 2016 r. Lokum zrealizowało sprzedaż w wysokości 36,3 mln zł przy 7,7 mln zł zysku netto, wobec 13,4 mln zł przychodów i 3,0 mln zł zysku netto rok wcześniej. W 2016 r. deweloper planuje zrealizować przychody ze sprzedaży w kwocie 172,1 mln zł (+33,2% r/r), przy marżach niższych o ok. 3,0-4,0 p.p.
- Spółka od 2011 r. wypłaca dywidendę. Z zysku za 2014 r. było to 4,5 mln zł, natomiast za 2015 r. 11,2 mln zł. Kowenant obligacji serii A ogranicza poziom dywidendy do 30% zysku netto za poprzedni rok
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części kapitałem własnym – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie 6,1 mln zł oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – 61,0 mln zł. Sytuacja finansowa Lokum jest z roku na rok coraz lepsza – spółka wykazuje stabilny poziom zadłużenia, przy rosnącej skali działalności.
- Na koniec I kwartału 2016 r. Spółka dysponowała niższym stanem gotówki niż na koniec roku – 73,0 mln zł, co było związane z zakupem nieruchomości w Krakowie za 33,2 mln zł. W kolejnych kwartałach Lokum planuje finalizować zakupy kolejnych gruntów, dalszym krokiem jest planowane wejście na rynek warszawski.
- W maju br. Spółka poinformowała o nabyciu gruntu zakontraktowanego wcześniej gruntu w Krakowie za 4,6 mln zł przy wykorzystaniu środków z emisji akcji serii C. Ponadto Grupę Lokum czeka jeszcze zapłata niespełna 13 mln zł za zakontraktowane wcześniej grunty we Wrocławiu.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016	2016 P
Przychody	84,3	100,5	126,7	129,2	36,3	172,1
Zysk brutto ze sprz	17,2	27,1	32,2	44,0	11,3	
Marża brutto ze sprz.	20,4%	27,0%	25,4%	34,1%	31,1%	
Zysk ze sprzedaży	12,6	23,0	25,2	34,8	8,4	
Marża zys. ze sprz.	14,9%	22,8%	19,9%	26,9%	23,1%	
Zysk netto	11,4	22,4	26,0	37,5	7,7	42,4
Marża netto	13,5%	22,3%	20,5%	29,0%	21,2%	24,6%
Kredyty	12,1	12,3	0,0	8,3	6,1	
Obligacje	12,0	9,3	30,2	60,1	61,0	
Gotówka	5,5	13,8	31,1	98,5	73,0	
Dług netto	18,7	8,0	-0,5	-29,9	-5,7	
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	34,7%	28,8%	25,6%	33,1%	32,8%	
Dług netto/KW	18,9%	7,1%	-0,4%	-16,7%	-2,8%	

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
A	30,0	W6M+3,80%	10/2017
B	30,0	W6M+4,00%	12/2018

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Marvipol

Nieruchomości:	mieszaniowe, biurowe, logistyczne
Rynki:	Warszawa
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2008
Outstanding obligacji:	139,7 mln zł

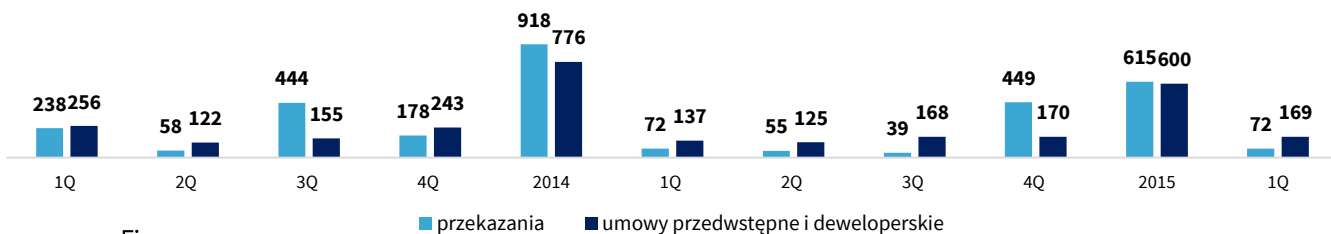
Marvipol prowadzi działalność w dwóch obszarach biznesowych – działalność motoryzacyjną w zakresie importu, sprzedaży aut z segmentu premium oraz działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym i biurowym. Spółka od 2015 r. realizuje również wspólnie z Grupą Panattoni inwestycję w postaci obiektów magazynowo – logistycznych. Marvipol nie jest Generalnym Wykonawcą swoich inwestycji. Spółka notowana jest na rynku regulowanym GPW od czerwca 2008 r.

Skala działalności

- W 2015 r. Marvipolowi udało się przekazać **615 mieszkań (-33,0% r/r)**. Inwestycją, która była najbardziej widoczną w przychodach z 2015 r. był projekt Central Park Ursynów – spółka przekazała 386 lokali z tej inwestycji. Na koniec 2015 r. Marvipol posiadał **389 mieszkań i lokali użytkowych dostępnych do sprzedaży**, w tym 89 lokali oddanych do użytkowania.
- W 2016 r. Marvipol zamierza przekazać nabywcom i rozpoznać w wynikach około **500 mieszkań i lokali użytkowych**, co implikowałoby spadek przekazania o 18,7% r/r. W ocenie Spółki w tegorocznych wynikach ponownie największą wagę będą miały lokale z projektu Central Park Ursynów.
- Marvipol planuje do 2018 r. powrócić do sprzedaży na poziomie **1.000 lokali rocznie**, będzie to jednak wymagało poszerzenia banku ziemi – spółka na koniec 2015 r. raportowała fakt **podpisania umów przedwstępnych dotyczących zakupu pięciu działek w Warszawie**.
- Marvipol operuje również w segmencie komercyjnym oferując wynajem powierzchni w biurowcu Prosta Tower, GLA = 6,1 tys. m². Wynik tego segmentu zamknął się w 2015 r. na poziomie **4,0 mln zł (-6,7% r/r)**. Spółka na datę sprawozdania rocznego była zainteresowana sprzedażą nieruchomości.

Bank Ziemi	Lokalizacja	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Riviera Park	Warszawa	1 000	45,0
Bemowo Residence	Warszawa	104	b/d
Modzelewskiego	Warszawa	b/d	b/d
Lake Park Apartments	Warszawa	532	27,2
Razem		1 636	72,2

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



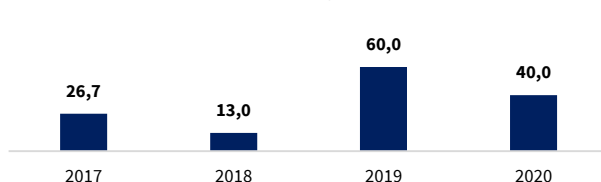
Finanse

- W ostatnich latach Marvipol notował nierówne przychody ze sprzedaży z działalności deweloperskiej. Warto zwrócić uwagę, iż poza 2014 r. segment mieszkaniowy nie był dominujący w przychodach Grupy. Ponadto ostatni rok przyniósł istotne pogorszenie marż w segmencie deweloperskim – **rentowność segmentu deweloperskiego wyniosła 4,8%**, przy marżach ok. dwukrotnie wyższych w poprzednich latach.
- W przypadku uzyskania zgody obligatariuszy obligacji serii R i S, akcjonariusze Marvipolu pod koniec czerwca na WZA zadecydują o wypłacie 74% jednostkowego zysku netto w formie dywidendy, tj. **4,6 mln zł**
- W 1Q 2016 r. Marvipol zanotował 39,0 mln zł przychodów z działalności deweloperskiej przy wyniku segmentu na poziomie 4,1 mln zł w porównaniu do 43 mln zł przychodów i 1,0 mln zł wyniku w 1Q 2015 r.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **89,7 mln zł** (54,8 mln zł - kredyt inwestycyjny dotyczący Prosta Tower) oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **148,4 mln zł**. Istotne wykupy obligacji przypadają dopiero na 2019 r., gdy Spółka będzie musiała wykupić serię S o wartości nominalnej 60,0 mln zł.
- Spółka raportem bieżącym we wrześniu poprzedniego roku informowała o podjęciu uchwały dotyczącej wydzielenia działalności deweloperskiej, jednak do tej pory reorganizacja nie miała miejsca.
- Spółka ograniczyła w ostatnich latach zadłużenie i na koniec 1Q 2016 r. **wykazywała 42,8 mln zł długu netto**, co stanowiło 13% kapitałów własnych. Potencjalna gotówka ze sprzedaży biurowca Prosta Tower zgodnie ze strategią Spółki powinna zostać przeznaczona na **uzupełnienie banku ziemi**, co zwiększyłoby potencjał inwestycyjny sektora mieszkaniowego, który w ostatnim roku raportował znacznie niższe marże niż w latach poprzednich.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	354,4	494,3	738,5	686,4	168,9
Przychody segm. mieszk.	94,2	210,5	398,5	266,9	39,0
EBIT	9,0	25,8	42,5	12,7	4,1
Marża EBIT	9,6%	12,3%	10,7%	4,8%	10,5%
Zysk netto	17,7	13,6	46,2	27,7	8,5
Marża netto	5,0%	2,8%	6,3%	4,0%	5,0%
Kredyty	202,7	152,7	122,8	93,9	89,7
Obligacje	197,5	197,3	154,3	158,5	148,4
Gotówka	3,6	33,7	83,6	155,4	195,3
Dług netto	396,6	316,3	193,5	97,0	42,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	74,8%	74,8%	64,8%	62,2%	64,2%
Dług netto/KW	194,6%	136,0%	71,6%	31,3%	13,0%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
B	13,0	4,80%	12/2018
O	20,7	b/d	08/2017
P	6,0	b/d	08/2017
R	40,0	b/d	01/2020
S	60,0	WGM+3,60%	09/2019

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Vantage Development

Nieruchomości:	mieszaniowe, biurowe, handlowe
Rynki:	Wrocław, Zielona Góra, Warszawa (od 2016)
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2012
Outstanding obligacji:	115,9 mln zł

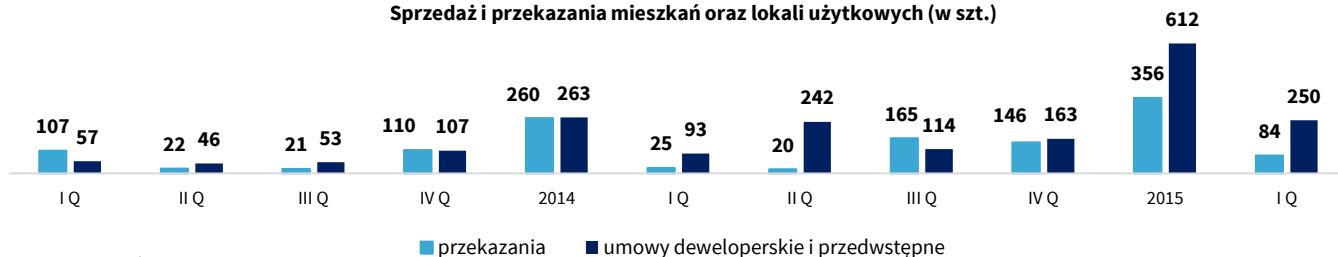
Vantage Development jest spółką deweloperską z Wrocławia operującą w segmencie mieszkaniowym, biurowym oraz handlowym. Spółka realizowała do tej pory inwestycje we Wrocławiu oraz w Zielonej Górze., a w 2016 r. planuje rozpocząć cztery inwestycje w Warszawie. Vantage nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od marca 2012 r.

Skala działalności

- W 2015 r. Spółka przekazała **356 mieszkań (+36,9% r/r)**. Oferta dewelopera na koniec 2015 r. wyniosła **376 lokali** (w tym 71 lokali w ukończonych projektach) w porównaniu z 380 lokalami na koniec 2014 r.
- W tym roku deweloper planuje rozpocząć realizację ponad **1.100 lokali** oraz zamierza sprzedać w formie umów deweloperskich i przedwstępnych ponad **700 mieszkań**. W pierwszym kwartale br. spółka wykonała ponad 1/3 tego planu, z czego 138 mieszkań sprzedano w ramach transakcji z zarządzanym przez BGK Funduszem Mieszkań na Wynajem. **Vantage chce również przekazać klientom w bieżącym roku około 500 lokali** realizowanych w ramach wrocławskich projektów.
- Spółka dysponuje **bankiem ziemi**, który pozwala na realizację ok. **106,3 tys. m² PUM (2.144 lokali mieszkalnych)** oraz ok 74,0 tys. m² powierzchni biurowych. Najważniejszym gruntem w portfolio dewelopera są Promenady Wrocławskie V-X, stanowiące 1/2 potencjalnej PUM przewidzianej do oddania w kolejnych latach.
- Powierzchnia najmu oferowana przez Vantage Development w ramach portfela nieruchomości komercyjnych na koniec 2015 r. to **32,4 tys. m²**. Spółka wynajmuje obecnie 24,7 tys. m² powierzchni. Łączna wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących wyniosła na koniec 2015 r. **212,4 mln zł**, przy zysku tego segmentu za 2015 r. na poziomie 6,5 mln zł, co implikuje stopę kapitalizacji równą 3,1%.

Bank ziemi	Lokalizacja	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Promenady Wrocławskie V-X	Wrocław	1 185	58,5
Nowe Żerniki	Wrocław	60	3,0
Nowy Gaj I + II	Wrocław	294	15,3
Living Point Mokotów I + II	Warszawa	345	15,6
Saska Kępa	Warszawa	60	3,4
Dolny Mokotów	Warszawa	200	10,5
Razem		2 144	106,3

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



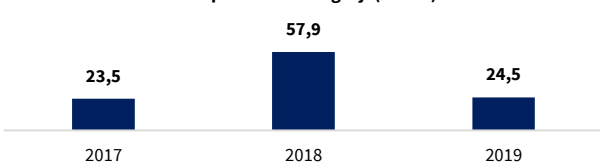
Finanse

- Ostatnie trzy lata z uwagi na duże projekty deweloperskie prowadzone we Wrocławiu przyczyniły się do znacznego **wzrostu przychodów** i poprawy marż na segmencie mieszkaniowym. W ostatnim roku **przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 54,4% r/r**, a zysk ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym wzrósł o 79,2% r/r. Należy wspomnieć, że dodatni wpływ na rentowność netto dewelopera w ostatnich dwóch latach miały przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych.
- 28 kwietnia 2016 r. Zarząd Vantage Development **przyjął politykę dywidendy** polegającą na rekomendacji wypłaty dywidendy w wysokości 5,0% średniej rocznej kapitalizacji giełdowej Spółki w roku ubiegłym, nie wyższej jednak niż 10 mln zł. Z zysku za 2015 r. Zarząd rekomenduje wypłatę 8,1mln zł.
- W I Q 2016 r. Vantage wygenerował **18,8 mln zł przychodów z segmentu mieszkaniowego**, przy **6,9 mln zł** rok wcześniej. Marża na zysku ze sprzedaży segmentu deweloperskiego wyniosła 14,8% przy 0,7% w I Q 2015 r.
- Na koniec marca kapitał własny dewelopera stanowił około 50,4% pasywów, natomiast kowenant z warunków emisji obligacji serii E nakłada obowiązek utrzymywania przez Vantage tego wskaźnika na poziomie nie niższym niż 50,0%.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **kredytami oraz obligacjami** – na koniec I Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **110,1 mln zł** (projekty komercyjne – 80,8 mln zł) oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **115,6 mln zł**.
- Spółka **zwiększa swoje przychody oraz marże na sprzedaży w segmencie deweloperskim**, natomiast zadłużenie mierzone wskaźnikiem DN/KW jest jednym z wyższych wśród analizowanych deweloperów – należy jednak pamiętać, że duża jego część dotyczy segmentu komercyjnego.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	14,3	56,7	61,8	95,4	23,2
Przychody segm. mieszk.	9,2	47,7	50,8	79,9	18,8
Zysk brutto ze sprzedaży	1,6	4,4	8,4	16,3	4,3
Marża brutto ze sprz.	17,5%	9,2%	16,6%	20,4%	22,8%
Zysk ze sprzedaży	-0,4	2,3	5,3	9,5	2,8
Marża zysku ze sprz.	-4,1%	4,7%	10,4%	11,9%	14,8%
Zysk netto	-4,7	4,7	10,0	14,0	1,7
Marża netto	-32,9%	8,3%	16,2%	12,6%	7,3%
Kredyty	54,3	60,2	83,2	95,1	110,1
Obligacje	10,0	41,1	66,0	105,4	115,6
Gotówka	11,7	51,6	35,2	59,0	49,7
Dług netto	52,6	49,7	114,0	141,5	176,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	24,5%	33,9%	41,1%	46,6%	49,6%
Dług netto/KW	20,2%	16,3%	35,7%	42,8%	52,0%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
E	13,3	W3M+4,95%	06/2018
F	23,5	W3M+4,30%	06/2017
G	10,1	b/d	02/2018
H	24,5	W3M+5,00%	04/2018
I	10,0	W3M+4,30%	05/2018
K	9,8	b/d	09/2019
L	14,7	b/d	09/2019
M	10,0	b/d	b/d

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Ronson Europe N.V.

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	Warszawa, Poznań, Wrocław, Szczecin
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2007
Outstanding obligacji:	211,4 mln zł

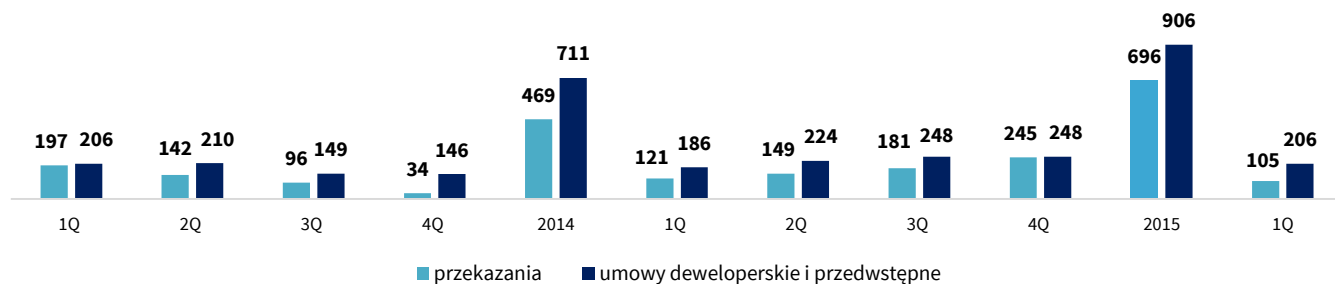
Ronson jest obecny w Polsce od 2000 r. Deweloper jest zarejestrowany w Holandii, działa na rynku warszawskim, poznańskim, wrocławskim oraz szczecińskim oferując mieszkania z segmentu średniego. Ronson nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od listopada 2007 r

Skala działalności

- W 2015 r. Ronson przekazał **696 mieszkań (+48,4% r/r)**. Na koniec 2015 r. Ronson prowadził sześć projektów, które wraz z lokalami z dziewięciu zakończonych inwestycji składały się na całkowitą ofertę na poziomie **872 lokali**, w tym 156 lokali w inwestycjach zakończonych. Spółka planuje w bieżącym roku utrzymanie przedsprzedaży na zbliżonym poziomie do 2015 r. tj. około 900 lokali.
- Bank ziemi Ronsona wyceniany jest w bilansie na około **340,0 mln zł**. Obecnie posiadane grunty pozwalają spółce na zrealizowanie projektów deweloperskich o łącznym planowanym PUM w wysokości **281,3 tys. m²**.
- Deweloper szacuje potencjalną możliwą do uzyskania liczbę lokali ze swojego banku ziemi na poziomie **3.895 lokali**. Spółka ma także zarezerwowane w budżecie na 2016 r. 70,0 mln zł, które planuje przeznaczyć na zakup nowych gruntów w Warszawie i/lub Poznaniu.

Bank ziemi	Planowany PUM (tys. m ²)	Planowana liczba lokali
Poznań	25,8	386
Szczecin	69,7	904
Warszawa	127,3	1 740
Wrocław	58,5	865
Razem	281,3	3 895

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

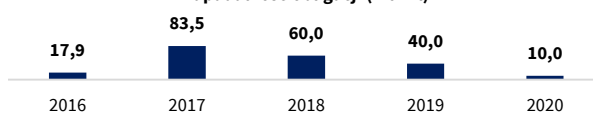
- W 2015 r. Ronson zanotował **znaczny wzrost przychodów (+83,7% r/r)** w stosunku do 2014 r., kiedy to Spółka zanotowała stratę ze sprzedaży oraz netto, spowodowane odpisem na zapasach w kwocie 12,5 mln zł oraz przekazywaniem lokali z projektów o niższych rentownościach. Zwraca uwagę dość duża fluktuacja rentowności Grupy na przestrzeni ostatnich kilku lat.
- Na poziomie marży netto spółka nie radziła sobie w 2015 r. tak dobrze jak w latach 2012-2013 - kilkuprocentowy spadek marży był spowodowany m.in. wykorzystaniem straty podatkowej w latach 2012-2014 r. oraz wyższymi kosztami finansowymi w 2015 r.
- W 1Q 2016 r. Ronson osiągnął przychody na poziomie **41,9 mln zł**, przy stracie na sprzedaży **2,9 mln zł** w porównaniu do 40,4 mln zł przychodów i 1,6 mln zł straty na sprzedaży w pierwszych trzech miesiącach 2015 r. Wyniki nie są zaskoczeniem, wynikają bowiem z harmonogramu realizowanych inwestycji oraz oddania do użytku mniej zyskownych projektów.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **6,2 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **212,6 mln zł**. Wszystkie wyemitowane serie obligacji notowane są na rynku Catalyst – marże są zróżnicowane i wahają się między 3,50% a 4,55% ponad WIBOR.
- W 2016 r. zapadają dwie serie obligacji – D i E o łącznej wartości 17,9 mln zł. Znacznie większy nominalnie podlegający wykupowi przypada na następny rok – biorąc pod uwagę niskie zadłużenie **oczekujemy, że deweloper przynajmniej będzie chciał utrzymać obecny poziom zalewarowania.**

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody	198,8	207,0	153,2	281,4	41,9
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	42,6	11,9	51,2	4,0
Marża brutto ze sprz.	25,4%	20,6%	7,8%	18,2%	9,5%
Zysk ze sprzedaży	28,2	19,9	-13,2	26,0	-2,9
Marża zysku ze sprz.	14,2%	9,6%	-8,6%	9,2%	-6,9%
Zysk netto	31,7	19,0	-15,2	19,0	-4,4
Marża netto	15,9%	9,2%	-9,9%	6,8%	-10,5%
Kredyty	119,1	53,2	76,4	59,8	6,2
Obligacje	88,5	119,4	159,7	190,3	212,6
Gotówka	44,9	52,2	70,6	99,5	105,9
Dług netto	162,7	120,4	165,5	150,6	112,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	41,6%	38,1%	46,4%	47,5%	48,0%
Dług netto/KW	36,6%	26,0%	36,1%	33,1%	24,7%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
D	15,6*	W6M+4,55%	06/2016
E	2,3*	W6M+4,55%	07/2016
C	83,5	W6M+3,75%	06/2017
G	12,0	W6M+4,25%	01/2018
H	5,0*	W6M+4,25%	02/2018
F	28,0	W6M+3,50%	05/2018
L	15,0	W6M+3,50%	12/2018
I	10,0	W6M+4,00%	01/2019
J	15,5	W6M+3,60%	04/2019
K	4,5	W6M+3,60%	06/2019
N	10,0	W6M+3,6%	09/2019
M	10,0	W6M+3,65%	02/2020

* obligacje częściowo wykupione

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Polnord

Nieruchomości:	mieszaniowe, biurowe
Rynki:	Trójmiasto, Wa-wa, Łódź, Szczecin, Wrocław, Olsztyn
Generalny wykonawca:	tak (częściowo)
GPW:	od 1998
Outstanding obligacji:	275,5 mln zł

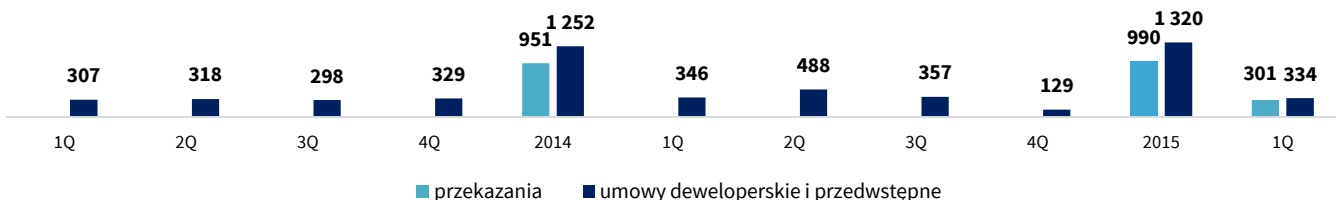
Polnord jest spółką deweloperską realizującą projekty mieszkaniowe oraz komercyjne przede wszystkim na rynkach - warszawskim, trójmiejskim, łódzkim, szczecińskim, olsztyńskim i wrocławskim. Spółka część projektów realizuje w formule joint venture (Martinsa Fadesa, Waryński). Polnord jest w części generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od grudnia 1998 r. Pod koniec 2015 r. powołany został nowy Zarząd, którego zadaniem było opracowanie nowej strategii Spółki.

Skala działalności

- W 2015 r. Polnord przekazał 990 mieszkań (+4,1% r/r) przy 1.320 umowach deweloperskich podpisanych (+5,4% r/r). Oferta Polnordu na koniec 2015 r. zamknęła się na poziomie 1.357 lokali, z czego 179 lokali dotyczyło projektów oddanych do użytkowania.
- W 2016 r. Deweloper planuje rozpocząć piętnaście projektów o łącznym PUM w wysokości 84,8 tys. m² oraz łącznej liczbie 1.556 lokali. Największym zainteresowaniem dewelopera cieszą się Warszawa i Trójmiasto, gdzie spółka zamierza zrealizować ponad 75,0% planowanej PUM. Na koniec 2015 r. Polnord wycenił swój bank ziemi na 140,3 mln zł.
- Polnord realizował w przeszłości również inwestycje komercyjne w ramach których powstał kompleks biurowy „Wilanów Office Park” – obecnie spółka wynajmuje dwa budynki biurowe o łącznej powierzchni 17,3 tys. m². Na koniec 2015 r. Spółka wyceniała biurowce B1 oraz B3 na kwotę 112,6 mln zł. Zysk brutto segmentu w 2015 r. wyniósł 13,4 mln zł, co przełożyło się na stopę kapitalizacji na poziomie 11,9%.

Planowane projekty (2016)	Liczba projektów	Planowana PUM (tys. m ²)	Planowana liczba lokali
Warszawa	6	29,3	487
Olsztyn	1	5,3	87
Trójmiasto	5	35,0	706
Szczecin	1	7,3	154
Wrocław	2	7,9	122
Razem	15	84,8	1 556

Sprzedaż i przekazania mieszkań (w szt.)*



* Dane nieważone udziałem Polnord w przypadku sprzedaży oraz ważone w przypadku przekazania

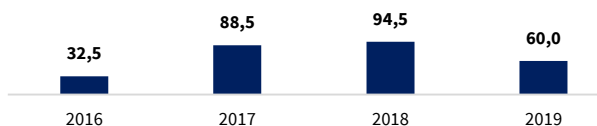
Finanse

- Segment mieszkaniowy przyniósł w 2015 r. **stratę brutto na sprzedaży w wysokości 34,4 mln zł**. Na wynikach zaciążyły też korekty ujęte w sprawozdaniu z poprzedniego roku, które wyniosły 356,0 mln zł i dotyczyły urealnienia wartości aktywów oraz utworzenia rezerw. Polnord zakończył poprzedni rok **stratą netto na poziomie 136,4 mln zł**, jednak wskaźniki zadłużenia nie uległy istotnym zmianom z powodu równoległego zmniejszania finansowania obligacyjnego. Nowy Zarząd zakomunikował, że oprócz poprawy rentowności celem będzie również wypłata akcjonariuszom dywidendy począwszy od 2018 r.
- W 1Q 2016 r. Polnord wskutek przekazania 301 lokali klientom wygenerował 65,7 mln zł przychodów z segmentu deweloperskiego (+5,3% r/r) przy zysku brutto z tego segmentu na poziomie 9,3 mln zł (-25,6% r/r).
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 2015 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie 161,5 mln zł (95,0 mln zł dotyczyło kredytów segmentu komercyjnego) oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – 275,5 mln zł. Nowo powołany Zarząd zakomunikował o planach redukcji zadłużenia do 100,0 mln zł na koniec 2019 r, co ma wiązać się m.in. ze sprzedażą części banku ziemi oraz posiadanych biurowców.
- Wyniki Polnordu** w ostatnim roku na tle sektora były mizerne głównie z uwagi na niskie rentowności uzyskane w Łodzi i Szczecinie. Dodatkowo na ubiegłorocznym rachunku wyników zaciążyły odpisy aktualizujące, co przełożyło się na uszczuplenie wartości kapitałów własnych. Choć plany Spółki zakładają **redukcję zadłużenia**, to zwracając uwagę na poziom gotówki możemy spodziewać się, że Polnord dokona refinansowania przynajmniej części obligacji, zapadających w 2017 r. Spółka planuje także skupienie działalności na wysokomarżowych rynkach: warszawskim oraz trójmiejskim.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	289,1	241,8	183,2	250,6	69,4
Przychody segm. mieszk.	268,6	223,1	164,5	222,4	65,7
Zysk brutto ze sprzedaży	-15,2	26,5	24,9	-34,4	9,3
Marża brutto ze sprzedaży	-5,7%	11,9%	15,1%	-15,5%	14,2%
Zysk netto	25,7	4,8	18,1	-136,4	0,2
Marża netto	8,9%	2,0%	9,9%	-54,4%	0,3%
Kredyty	362,6	278,9	148,5	161,5	159,6
Obligacje	342,1	313,9	359,7	275,5	275,5
Gotówka	70,0	55,8	80,4	53,7	43,8
Dług netto	634,7	537,0	427,8	383,3	391,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	41,2%	38,2%	45,0%	48,2%	47,5%
Dług netto/KW	48,6%	39,8%	49,9%	48,2%	53,8%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
NS1	50,0	W3M+4,35%	02/2017
M1	50,0	W3M+3,50%	06/2018
NS2	34,0	W3M+4,07%	02/2018
NS3	10,5	W6M+4,05%	01/2018
b/d	13,5	b/d	06/2016
b/d	8,5	b/d	09/2016
b/d	20,0	b/d	06/2017
b/d	18,5	b/d	12/2017
b/d	10,5	b/d	12/2016
D	60,0	b/d	12/2019

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

J.W. Construction

Nieruchomości:	mieszaniowe, hotelowe
Rynki:	Warszawa, Gdynia, Katowice, Łódź, Poznań, Szczecin
Generalny wykonawca:	tak (większość)
GPW:	od 2007
Outstanding obligacji:	171,5 mln zł

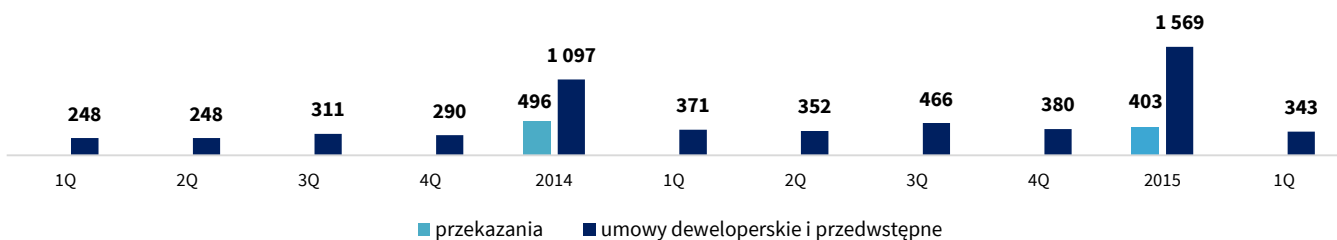
J.W. Construction (JWC) to spółka działająca głównie jako deweloper mieszkaniowy realizujący projekty w Warszawie, Łodzi, Gdyni, Katowicach, Poznaniu. Dodatkowo Spółka prowadzi inwestycje związane z aparthotelami, hotelami. J.W. Construction jest generalnym wykonawcą większości własnych inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od czerwca 2007 r.

Skala działalności

- W 2015 r. J.W. Construction przekazał **403 mieszkania (-18,8% r/r)**. Inaczej sytuacja miała się w przypadku umów deweloperskich i przedwstępnych – w całym 2015 r. spółka sprzedała 1.569 lokali (+43,0% r/r). Na koniec 2015 r. deweloper posiadał **2.965 lokali będących w ofercie do rozpoznania w wyniku w kolejnych kwartałach**.
- W kolejnych latach deweloper na bazie posiadanego banku ziemi planuje uruchomienie realizacji **3.799 lokali** o łącznym PUM **194,6 tys. m²**. J.W. Construction zamierza skupiać swoje projekty w Warszawie oraz będzie dopełniał ofertę mniejszymi inwestycjami w takich miastach jak Katowice, Gdynia i Szczecin.
- Ważnym elementem przychodów dewelopera są wpływy z **segmentu hotelarskiego**, które w 2015 i 2014 r. wyniosły odpowiednio 35,2 mln zł oraz 33,8 mln zł., przy czym segment ten w obu latach generował straty na działalności operacyjnej.
- Na koniec 2015 r. baza hotelowa Spółki obejmowała **trzy obiekty** w ramach sieci **Hotele 500** oraz obiekt w **Krynicy Zdroju**. Dodatkowo w listopadzie 2015 r. zakończono rewitalizację hotelu w Szczecinie, który zwiększy o 100 sztuk bazę pokoi JWC. Plany spółki dotyczące segmentu komercyjnego obejmują **92,6 tys. m² powierzchni aparthotelowo-komercyjnej** zlokalizowanej głównie w Warszawie.

Bank ziemi	Liczba projektów	Planowana PUM (tys. m ²)	Planowana liczba lokali
Warszawa	14	147,2	2 879
Katowice	1	16,2	329
Gdynia	2	16,7	291
Szczecin	1	14,5	300
Razem	18	194,6	3 799

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- Wyniki Spółki są zdeterminowane przez segment mieszkaniowy, który w ostatnich latach stanowił ponad 70,0% przychodów. Ostatnie dwa lata były dla dewelopera znacznie słabsze niż lata 2012-2013 – **JWC zanotował spadek przychodów z działalności deweloperskiej o 44,4%** w 2015 r. w stosunku do 2012 r.
- Marża zysku ze sprzedaży na działalności deweloperskiej** po oczyszczeniu z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych, które w ostatnich dwóch latach były znaczące, plasuje się na dużo niższych poziomach aniżeli w latach 2012-2013, dwa lata temu była nawet ujemna. Niższa rentowność netto z kolei jest wynikiem ponad dwuipółkrotnie wyższych pozostałych kosztów operacyjnych.
- W 1Q 2016 r. JWC zanotowało **38,1 mln przychodów z działalności deweloperskiej oraz stratę na sprzedaży segmentu deweloperskiego na poziomie 5,3 mln zł** w porównaniu do 27,1 mln zł przychodów i 3,1 mln zł straty ze sprzedaży w pierwszym kwartale 2015 r.
- Deweloper finansował swoje inwestycje do tej pory w dużej części **obligacjami** – na koniec 2015 r. Spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **201,6 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **314,2 mln zł**. Pod koniec stycznia br. deweloper wykupił część obligacji za kwotę 138,5 mln zł, co istotnie zmieniło strukturę finansowania.
- JWC nie utrzymało w ostatnich latach przychodów z okresu 2012-2013**, jednak warto zwrócić uwagę na niską ilość przekazanych lokali w stosunku do zawartych umów sprzedaży, co powinno w przyszłości przełożyć się na wyższe przychody i znaczne uwolnienie gotówki z prowadzonych inwestycji (Bliska Wola). JWC ogranicza także w ostatnich okresach zadłużenie netto, które spadło w ostatnim kwartale poniżej 0,5x wartości kapitałów własnych. W przypadku JWC również możemy spodziewać się refinansowania obligacji serii JWC1217.

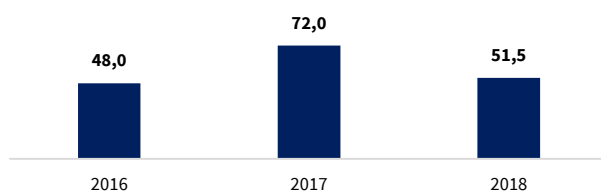
w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	355,6	327,5	212,8	202,2	54,7
Przychody segm. mieszk.	259,0	261,8	150,3	144,1	38,1
Zysk brutto ze sprzedaży	78,7	67,2	27,0	30,6	3,3
Marża brutto ze sprzedaży	30,4%	25,7%	18,0%	21,2%	8,7%
Zysk ze sprzedaży*	31,7	27,7	-3,6	1,3	-5,4
Marża zysku ze sprz. *	12,3%	10,6%	-2,4%	0,9%	-14,1%
Zysk netto	9,6	11,4	8,3	5,7	-9,6
Marża netto	2,7%	3,5%	3,9%	2,8%	-17,6%
Kredyty	388,9	332,5	264,6	201,6	235,3
Obligacje	200,0	291,9	247,0	314,2	175,7
Gotówka	16,7	15,8	41,3	188,4	113,6
Dług netto	572,2	608,6	470,3	327,4	297,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,7%	63,5%	56,8%	63,1%	62,3%
Dług netto/KW	114,8%	119,7%	82,5%	52,2%	47,8%

* nie uwzględnia aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
JWC1217	120,0	W6M+3,50%	12/2016 & 12/2017*
JWX0116	51,5	W3M+marża	01/2018

* obligacje podlegają częściowej amortyzacji

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Nieruchomości:	mieszaniowe, biurowe, magazynowe
Rynki:	Wrocław, Katowice, Kraków, Łódź, W-wa, Gdańsk, Poznań
Generalny wykonawca:	tak
GPW:	od 2015
Outstanding obligacji:	174,9 mln zł

Grupa Atal specjalizuje się w realizacji osiedli mieszkaniowych, pojedynczych budynków wielorodzinnych oraz domów jednorodzinnych zlokalizowanych w obrębie największych miast w Polsce. Spółka uzyskuje również w niewielkim zakresie przychody z najmu powierzchni. Atal pełni funkcję generalnego wykonawcy dla swoich inwestycji. Spółka notowana jest na rynku regulowanym GPW od czerwca 2015 r.

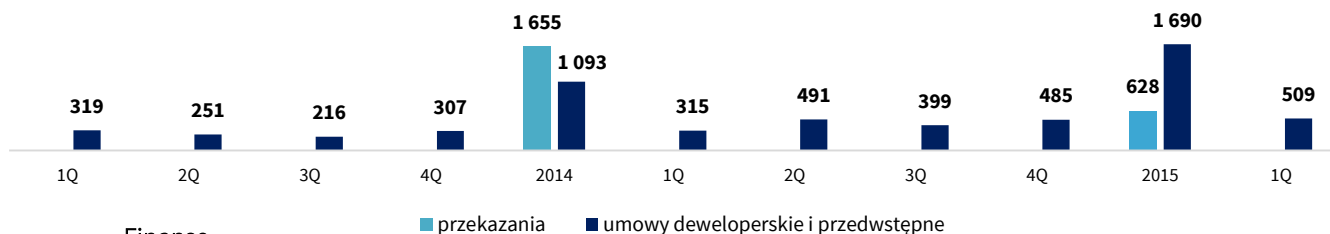
Skala działalności

- W 2015 r. Atal przekazał **628 mieszkań (-62,1% r/r)**. Odmienne sytuacja wyglądała z liczbą podpisanych umów przedwstępnych i deweloperskich, która w 2015 r. osiągnęła poziom **1.690 umów (+54,6% r/r)**. Na koniec roku Atal miał w ofercie **1 940 lokali**, z czego 222 były oferowane w ramach ukończonych projektów. Obecne poziomy sprzedaży zapowiadają powrót do wyników odnotowanych w 2014 r.
- Atal posiada **szeroki pipeline**, który obejmuje **35 inwestycji** o łącznej planowanej PUM na poziomie **393,1 tys. m²**. Spółka szacuje, że dzięki tym projektom przekaze do użytkowania ok. 6.400 lokali. Ostatni rok był okresem w którym spółka znacznie poszerzyła swój bank ziemi kupując dziewięć gruntów w pięciu miastach za kwotę netto **161,7 mln zł**. Deweloper rozszerzył również swoją działalność o dwa nowe miasta – Gdańsk oraz Poznań, gdzie posiada grunty pozwalające na realizację ponad 450 lokali.
- Deweloper uzyskuje również przychody z tytułu **najmu lokali magazynowych i biurowych w trzech lokalizacjach** - dwóch we Wrocławiu (13,6 tys. m² oraz 12,7 tys. m²) i jednej w Katowicach (3,0 tys. m²). Nieruchomości inwestycyjne były wycenione w bilansie spółki na **83,4 mln zł** na koniec 2015 r., natomiast wynik operacyjny segmentu wyniósł 5,6 mln zł, co implikowało stopę kapitalizacji na poziomie 6,7%.

Bank ziemi	Liczba projektów	Planowana PUM (tys. m ²)	Szacowana liczba lokali*
Gdańsk	2	21,0	341
Katowice	1	7,0	113
Kraków	16	187,9	3 060
Łódź	2	27,5	448
Poznań	1	7,2	117
Warszawa	7	72,9	1 186
Wrocław	6	69,5	1 132
Razem	35	393,1	6 400

*Szacunki własne na podstawie całkowitej planowanej liczby lokali - ważone PUM

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



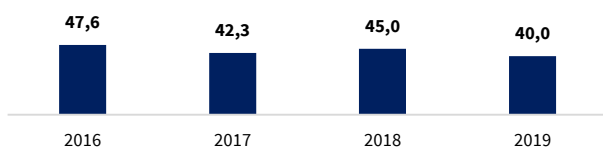
Finanse

- W ostatnich latach deweloper zwiększył swoją skalę działalności, co szczególnie uwidoczniło się w 2014 r. kiedy spółka zrealizowała przychody z segmentu deweloperskiego na poziomie 565,0 mln zł, które okazały się prawie 2,5x wyższe niż w latach 2013 i 2015.
- Atal może się także pochwalić **wysokimi w stosunku do innych deweloperów marżami**, których szczyt przypadał na 2014 r. Znacznie wyższy od przeciętnej poziom marż związany jest z działalnością spółki jako generalnego wykonawcy oraz silnym reżimem kosztowym. W latach 2011- 2014 Atal nie wypłacał dywidendy, natomiast zgodnie z uchwałą ZWZA Atal w październiku br. **wypłaci akcjonariuszom 23,68 mln zł**, czyli połowę zysku netto za ubiegły rok.
- W 1Q 2016 r. Atal wygenerował **115,0 mln zł (+137,1% r/r) przychodów na działalności deweloperskiej** przy wyniku tego segmentu na poziomie 26,4 mln zł (+151,4% r/r).
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **kredytami bankowymi** – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **268,6 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **99,9 mln zł** (z czego prawie połowa obligacji została objęta przez głównego akcjonariusza). 8 kwietnia spółka poinformowała o ustanowieniu **programu obligacji o łącznej wartości do 80,0 mln zł**, w ramach którego miesiąc później przeprowadzone zostały emisje obligacje serii O i P o wartości 40 mln zł każda.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	173,8	234,3	576,8	226,8	118,0
Zysk brutto ze sprzedaży	47,3	52,6	186,2	62,8	32,5
Marża brutto ze sprzedaży	27,2%	22,4%	32,3%	27,7%	27,6%
Przychody segm. mieszk	163,9	223,0	565,0	215,8	115,0
EBIT	33,2	36,4	162,2	35,7	26,4
Marża EBIT	20,3%	16,3%	28,7%	16,5%	23,0%
Zysk netto	29,9	34,4	136,5	47,4	23,3
Marża netto	17,2%	14,7%	23,7%	20,9%	19,7%
Kredyty	203,6	192,2	174,5	237,2	268,6
Obligacje	2,0	39,1	66,9	89,9	99,9
Gotówka	5,6	76,8	73,9	129,6	138,2
Dług netto	200,0	154,5	167,5	197,5	230,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,4%	60,9%	45,4%	49,4%	53,4%
Dług netto/KW	79,4%	54,8%	46,1%	37,9%	37,0%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
B	17,6	W6M+5,00%	10/2016
E	30,0	W6M+3,30%	06/2016
H, I, K, L	42,3	4,0%	2017
M	5,0	3,5%	01/2018
O	40,0	b/d	05/2018
P	40,0	b/d	05/2019

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Nieruchomości:	mieszaniowe, biurowe, handlowe
Rynki:	Wrocław, Wa-wa, Gdańsk, Kraków, Łódź, Katowice
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2007
Outstanding obligacji:	250,0 mln zł

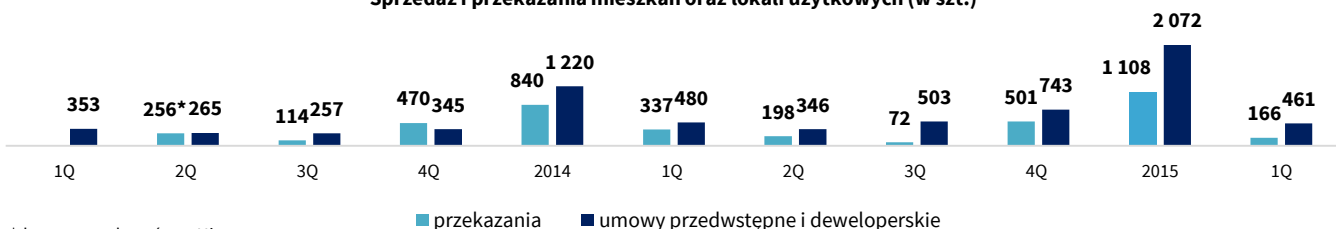
LC Corp prowadzi działalność deweloperską na terenie Warszawy, Wrocławia, Krakowa, Gdańska oraz Łodzi. Spółka operuje w segmencie mieszkań popularnych oraz o podwyższonym standardzie, jak również w segmencie biurowym i handlowym. LC Corp nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od czerwca 2007 r.

Skala działalności

- W 2015 r. LC Corp przekazał **1.108 lokali (+31,9% r/r)**. Sprzedaż mieszkań (po uwzględnieniu rezygnacji i bez umów rezerwacyjnych) **osiągnęła rekordowy poziom 2.072 mieszkań w 2015 r. (+69,8% r/r)**, przy czym Grupie udało się zachować wysokie marże. Warto dodać, iż duża pula mieszkań spełniała wymogi rządowego programu „MDM. LC Corp jest jednym z największych deweloperów pod kątem skali działalności – oferta mieszkaniowa na koniec 1Q 2016 r. obejmowała **1.290 mieszkań i lokali użytkowych**. Spółka planuje wprowadzenie w 2016 r. 2.409 lokali do swojej oferty.
- W bieżącym roku deweloper planuje rozpoczęcie **budowy 3.397 lokali o łącznym PUM na poziomie 177,5 tys. m²**. LC Corp zamierza nadal realizować swoje projekty na najbardziej chłonnych rynkach: warszawskim, wrocławskim, krakowskim i gdańskim.
- Ważnym elementem działalności dewelopera jest segment biurowy oraz handlowy, w którym to spółka zrealizowała do tej pory cztery inwestycje (Arkady Wrocławskie, Sky Tower, Wola Center, Silesia Star (A)) o łącznym GLA na poziomie 137,8 tys. m². Wartość aktywów netto segmentu na koniec 2015 r. wyniosła 940,7 mln zł przy wyniku segmentu 87,7 mln zł, co **implikowało stopę kapitalizacji w wysokości 9,3%**.

Projekty planowane (2016)	Lokalizacja	PUM (tys. m ²)
Warszawa	1 433	75,7
Wrocław	777	41,3
Kraków	662	32,5
Gdańsk	525	28,0
Razem	3 397	177,5

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



*dotyczy przekazania za 1H'14

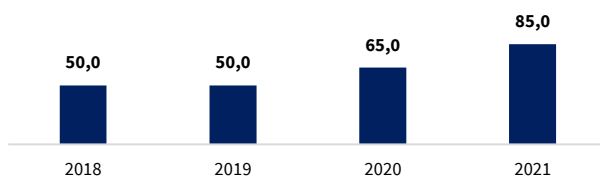
Finanse

- Ostatnie lata były dla wrocławskiego dewelopera okresem dynamicznego rozwoju. Spółka w ciągu ostatnich trzech lat zanotowała **średnioroczny wzrost przychodów z segmentu mieszkaniowego na poziomie 34,1%** oraz utrzymywała wysokie, ponad 20,0% marże na wyniku segmentu mieszkaniowego.
- Marże netto dewelopera w okresie analizy były wysokie, jednak wpływ na to miały m. in. **przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych**, które wyniosły w ostatnich czterech latach 171,1 mln zł.
- 20 maja 2016 r. Spółka dokonała **wypłaty dywidendy w kwocie 80,6 mln zł**, co stanowi 74% zysku netto za poprzedni rok obrotowy.
- W 1Q 2016 r. LC Corp osiągnął 50,8 mln zł przychodów z segmentu mieszkaniowego przy wyniku segmentu na poziomie 10,5 mln zł, w porównaniu do 86,3 mln zł przychodów i wyniku na poziomie 20,5 mln zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. Poziom zadłużenia oprocentowanego w analizowanym okresie nieznacznie się zmniejszył, co wpłynęło na obniżenie wskaźnika DN/KW.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **kredytami** – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **728,4 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **166,1 mln zł**. Warto zaznaczyć, że 650,5 mln zobowiązań z tytułu kredytów i obligacji przypisana jest do segmentu komercyjnego.
- 10 maja LC Corp wyemitował pięcioletnie niezabezpieczone obligacje o wartości 85,0 mln zł w ramach programu emisji obligacji. Emitent nie podał wysokości oprocentowania wyemitowanych instrumentów.
- LC Corp od 2013 r. **utrzymuje stabilnie poziomy zadłużenia netto** na poziomie około 0,5x kapitałów własnych. Dodatkowo Spółka generuje wysokie marże na segmencie mieszkaniowym, które od 2012 r. cały czas utrzymują się na poziomie ponad 20,0%.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody łącznie	176,4	209,2	358,8	449,9	86,3
Przychody segm. mieszk.	131,9	159,1	242,5	318,2	50,8
Zysk brutto ze sprzedaży	28,3	34,8	51,6	83,0	10,5
Marża brutto ze sprzedaży	21,5%	21,9%	21,3%	26,1%	20,7%
Zysk netto	70,7	73,6	76,3	108,9	18,3
Marża netto	40,1%	35,2%	21,3%	24,2%	21,2%
Kredyty	268,2	594,0	748,7	761,1	728,4
Obligacje	166,4	205,2	165,0	165,5	166,1
Gotówka	153,0	190,3	286,4	242,1	203,4
Dług netto	281,6	608,9	627,3	684,5	691,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,4%	50,9%	52,5%	52,8%	53,3%
Dług netto/KW	26,7%	53,8%	51,4%	52,2%	50,3%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
LCC003301018	50,0	W6M+3,5%	10/2018
LCC004060619	50,0	W6M+3,5%	06/2019
LCC005200320	65,0	W6M+3,2%	03/2020
b/d	85,0	b/d	05/2021

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Nieruchomości:	mieszkaniowe
Rynki:	Warszawa, Gdańsk, Wrocław (2017)
Generalny wykonawca:	tak (częściowo)
GPW:	od 2010
Outstanding obligacji:	394,0 mln zł

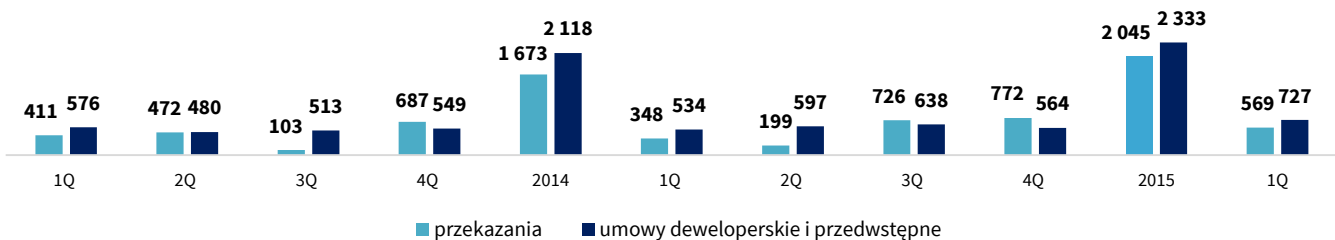
Grupa Robyg prowadzi działalność deweloperską koncentrując się na realizacji projektów w segmencie budownictwa mieszkaniowego (mieszkania popularne oraz apartamenty) w dwóch dużych aglomeracjach – warszawskiej oraz gdańskiej, a już wkrótce również we Wrocławiu. Część projektów Grupa realizuje w formule joint venture (NCRE, Wildetio). Robyg jest w części generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od listopada 2010 r.

Skala działalności

- W 2015 r. Robyg przekazał 2.045 mieszkań (+22,2% r/r). Na koniec 2015 r. w ofercie dewelopera pozostawało 1.555 lokali, z czego 104 lokale były ukończone. W bieżącym roku Grupa planuje sprzedaż na poziomie ponad 2.600 lokali w porównaniu do sprzedaży na poziomie 2.333 lokali w 2015 r. (+11,4%).
- W poprzednim roku Robyg wydał na bank ziemi 163,9 mln zł w porównaniu do 88,6 mln zł w 2014 r. (+85,0% r/r). W 2016 r. Robyg planuje uruchomienie dziewięciu projektów o łącznym PUM 153,7 tys. m² i łącznej liczbie 2.856 lokali, które mają być ukończone w 2017 r.
- Na koniec 2015 r. Spółka posiadała grunty w trzech miastach – Warszawie (4.765 lokali), Gdańsku (4.290 lokali) oraz we Wrocławiu (ok. 300 lokali). Raportowany bank ziemi pozwala spółce na zrealizowanie 9.355 lokali w przyszłości. Robyg planuje wejście na rynek wrocławski w 2017 r. z 2-3 inwestycjami w ofercie.

Bank ziemi	Planowana liczba lokali
Warszawa	4 765
Gdańsk	4 290
Wrocław	300
Razem	9 355

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- W ostatnich latach deweloper generował stabilne zyski ze sprzedaży na działalności deweloperskiej a marża netto w ostatnich dwóch latach rosła o około 5,5 p.p. rocznie. Jej wartość w ubiegłym roku była skutkiem m.in. rozwiązania rezerw z tytułu podatku odroczonego w wysokości 43,2 mln zł.
- Robyg od 2010 r. dzieli się zyskami ze swoimi akcjonariuszami, a w latach 2016-2017 planuje wypłatę dywidendy na poziomie od 65% do 80% skonsolidowanego zysku netto. Dywidenda za 2015 r., zatwierdzona przez Radę Nadzorczą Spółki wyniesie 52,6 mln zł, czyli 66% ubiegłorocznego zysku netto.
- W 1Q 2016 r. Robyg raportował 122,6 mln zł przychodów przy 19,2 mln zł zysku ze sprzedaży wobec 75,7 mln zł przychodów i 13,6 mln zł zysku w pierwszych trzech miesiącach 2015 r. Wzrost zadłużenia w ostatnim kwartale został zamortyzowany przez wzrost gotówki, co pozwoliło spółce utrzymać wskaźniki zadłużenia na podobnym poziomie.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części obligacjami – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek na poziomie 209,0 mln zł oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – 375,8 mln zł. Na rynku Catalyst notowanych jest obecnie sześć serii obligacji Grupy Robyg – ich marże zawierają się w przedziale od 2,80 do 4,50% ponad WIBOR.
- Sytuacja finansowa Grupy Robyg nie budzi większych zastrzeżeń – Spółce udało się utrzymać wysokie przychody, które w roku 2013 i 2015 były bliskie 500 mln zł. Grupa zdołała także zbudować szeroki bank ziemi. W czerwcu bieżącego roku zapada jedna seria obligacji z marżą 4,50% ponad WIBOR. Patrząc na pozycję gotówkową na koniec 1Q 2016 r. sytuacja obligatariuszy wydaje się być komfortowa – gotówka przekraczająca wartość wyemitowanych obligacji nie daje powodów do niepokoju.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody	402,9	485,9	409,3	480,4	122,6
Zysk brutto ze sprzedaży*	97,6	90,5	99,3	107,6	30,6
Marża brutto ze sprz.	24,2%	18,6%	24,3%	22,4%	24,9%
Zysk ze sprzedaży*	65,8	55,3	60,1	63,3	19,2
Marża zysku ze sprzedaży	16,3%	11,4%	14,7%	13,2%	15,7%
Zysk netto*	25,0	28,8	46,5	81,6	13,8
Marża netto*	6,2%	5,9%	11,4%	17,0%	11,3%
Kredyty	210,2	183,5	101,1	169,1	209,0
Obligacje	171,6	243,9	289,4	373,2	375,8
Gotówka	124,1	222,9	185,8	347,8	375,6
Dług netto	257,7	204,5	204,7	194,5	209,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,8%	61,7%	58,2%	64,5%	64,2%
Dług netto/KW	48,2%	41,9%	44,0%	38,9%	39,4%

*zawiera proporcjonalny udział w zysku ze wspólnych przedsięwzięć

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
I, I2	84,0	W6M+4,50%	06/2016
K1	45,0	W6M+4,00%	02/2018
K2	15,0	W3M+4,00%	02/2018
L	60,0	W6M+3,00%	10/2018
M	20,0	W6M+2,80%	02/2019
N	60,0	W6M+2,80%	06/2019
O	30,0	b/d	08/2019
P	60,0	W6M+2,80%	10/2019
R	20,0	b/d	05/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Dom Development

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	Warszawa, Wrocław
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2006
Outstanding obligacji:	270,0 mln zł

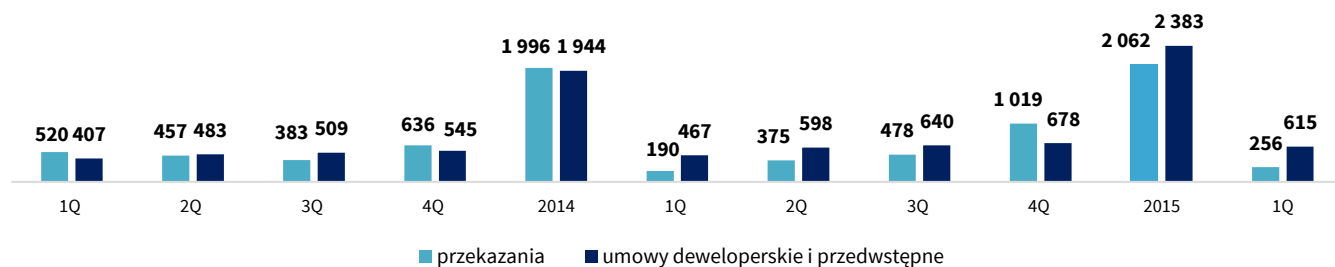
Dom Development funkcjonuje na rynku mieszkaniowym od 1996 r. Spółka działa na rynku warszawskim, a od 2011 r. obecna jest także we Wrocławiu. Dom Development należy do największych deweloperów działających na naszym rynku, oferując mieszkania z różnych segmentów cenowych. Dom Development nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od października 2006 r.

Skala działalności

- W 2015 r. Dom Development przekazał **2.062 lokale (+3,3% r/r)**. Sprzedaż mieszkań w ramach **umów przedwstępnych i deweloperskich osiągnęła rekordowy poziom 2.383 mieszkań w 2015 r. (+22,6% r/r)**. W ostatnich dwóch latach Grupa zajmowała drugie miejsce pod względem liczby sprzedanych mieszkań na polskim rynku, a cel zarządu na bieżący rok zakłada przynajmniej utrzymanie ubiegłorocznego poziomu sprzedaży. Oferta mieszkaniowa na koniec 2015 r. obejmowała **2.253 lokale w szesnastu inwestycjach**, z czego 557 lokali stanowiły projekty zakończone.
- Dom Development chcąc utrzymać obecną dynamikę sprzedaży powinien myśleć o uzupełnieniu banku ziemi – na koniec 2015 r. Spółka przygotowywała **siedemnaście projektów** o łącznej planowanej liczbie lokali na poziomie **6.504 sztuk**. Tylko w 2015 r. deweloper nabył grunty w dwunastu lokalizacjach, które uzupełnią w przyszłości ofertę o 4 500 lokali (koncentracja na rynku warszawskim uzupełniona o mniejsze projekty we Wrocławiu).

Bank ziemi	Liczba projektów	Planowana liczba lokali
Warszawa	16	6 349
Wrocław - Aura	1	155
Razem	17	6 504

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- Dom Development jest liderem najbardziej chłonnego warszawskiego rynku mieszkaniowego – w 2015 r. Spółka osiągnęła 904,2 mln zł przychodów ze sprzedaży (+15,3% r/r). W ostatnim roku spółka **poprawiła swoje marże zysku ze sprzedaży oraz netto** odpowiednio o 3,8 p.p. oraz 1,8 p.p., co pozwoliło zbliżyć się do rekordowych wyników z 2012 r. Dzięki stabilnym wynikom Spółka chętnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami - od 2006 r. Deweloper wypłaca dywidendy, a w czerwcu bt. udziałowcy zdecydowali o **wypłacie 80,5 mln zł z zysku za 2015 r.**

- W 1Q 2016 r. Dom Development zanotował **139,1 mln zł przychodów (+91,8% r/r)**. Zysk ze sprzedaży wyniósł 8,0 mln zł w porównaniu ze stratą na poziomie 5,2 mln zł w 1Q 2015 r. Dodatkowo w pierwszych trzech miesiącach spółka polepszyła swoją pozycję gotówkową raportując **292,9 mln zł środków pieniężnych na koniec kwartału**.

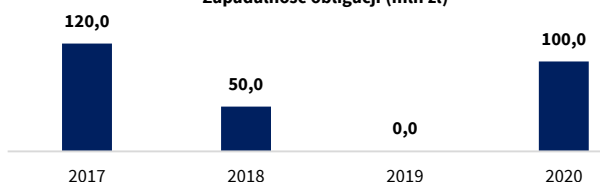
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 1Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **80,0 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **270,0 mln zł**. Spółka w ciągu ostatnich czterech lat **zredukowała swoje zadłużenie kredytowe o 130,0 mln zł** utrzymując jednocześnie zadłużenie obligacyjne na niezmiennym poziomie.

- Sytuacja finansowa** Dom Development nie budzi zastrzeżeń – spółka zmniejszyła w ostatnich latach swoje zadłużenie oraz generowała dodatnie wyniki na działalności przy stabilnych marżach w porównaniu do innych firm operujących w branży. Najbliższy wykup obligacji (120,0 mln zł) przypada na luty 2017 r. – oceniamy, że deweloper będzie zainteresowany rolowaniem długu przy niższej marży niż obecne 3,5% ponad WIBOR.

w mln zł	2012	2013	2014	2015	1Q 2016
Przychody	851,4	676,4	784,3	904,2	139,1
Zysk brutto ze sprzedaży	204,0	157,1	152,0	203,9	31,7
Marża brutto ze sprz.	24,0%	23,2%	19,4%	22,6%	22,8%
Zysk ze sprzedaży	118,8	74,6	64,8	109,2	8,0
Marża zysku ze sprz.	14,0%	11,0%	8,3%	12,1%	5,8%
Zysk netto	91,2	54,5	55,9	80,8	5,1
Marża netto	10,7%	8,1%	7,1%	8,9%	3,7%
Kredyty	210,0	174,0	124,0	100,0	80,0
Obligacje	270,0	270,0	270,0	270,0	270,0
Gotówka	175,9	322,3	318,3	221,6	292,9
Dług netto	254,1	121,7	75,7	148,4	57,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,3%	50,5%	46,6%	49,6%	52,3%
Dług netto/KW	29,4%	13,9%	8,8%	17,0%	6,4%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
DOMDE3020217	120,0	W6M+3,50%	02/2017
DOMDE4260318	50,0	W6M+2,65%	03/2018
DOMDE5120620	100,0	W6M+1,90%	06/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Murapol

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	B-B, Gdańsk, K-ce, Kraków, Poznań, Siewierz, Toruń, Tychy, W-wa, Wrocław
Generalny wykonawca:	tak
GPW:	nie
Outstanding obligacji:	91,7 mln zł

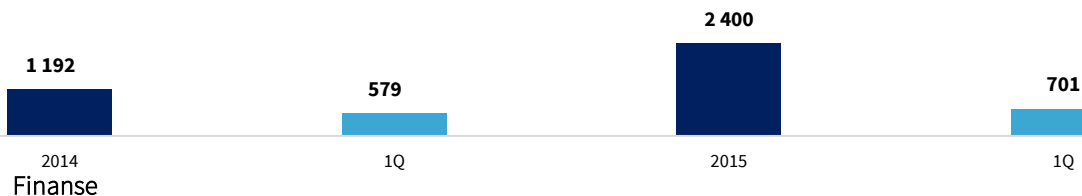
Murapol prowadzi działalność deweloperską na terenie jedenastu miast w Polsce realizując do tej pory 75 inwestycji. Spółka operuje w segmencie mieszkań popularnych. Murapol pełni funkcję generalnego wykonawcy swoich inwestycji. Debiut obligacji Spółki na rynku Catalyst miał miejsce w 2010 r.

Skala działalności

- W 2015 r. Murapol sprzedał **2.400 mieszkań (+101,3% r/r)**. Na koniec 2015 r. w ramach grupy kapitałowej Murapol aktywnych było 28 projektów inwestycyjnych, w których pozostawało **2.651 lokali mieszkalnych nie przekazanych aktami notarialnymi z czego 2.018 lokali pozostawało dostępnych do sprzedaży**. W bieżącym roku Murapol zakłada sprzedaż na poziomie 3.000 lokali mieszkalnych.
- W 1Q 2016 r. Murapol sprzedał w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich rekordową liczbę **701 lokali (+21,0% r/r)**.
- W portfelu projektów wdrażanych obecnie i planowanych do realizacji na lata 2016-2018 znajdują się przedsięwzięcia obejmujące **17.691 lokali mieszkaniowych i usługowych**. Spółka planuje skupić swoje inwestycje przede wszystkim w aglomeracji warszawskiej oraz krakowskiej.
- Murapol wyróżnia się na tle całego sektora deweloperów mieszkaniowych podejściem do banku ziemi – **Spółka utrzymuje minimalny poziom banku ziemi**, a grunty po zakupie w krótkim czasie przeznaczane są pod inwestycje. Takie podejście wpływa na niższe zapotrzebowanie Murapolu na finansowanie i pozwala bardziej efektywnie wykorzystywać posiadany majątek.
- Na początku czerwca br. Murapol zawarł umowę sprzedaży, na podstawie której zobowiązał się zakupić nieruchomość w **Berlinie** pod budowę ok. **120 mieszkań**.

Projekty w przygotowaniu	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Warszawa	4 274	206,3
Kraków/Wieliczka	7 345	317,3
Wrocław	1 551	66,4
Poznań	781	34,2
Gdańsk	1 412	57,4
Łódź	222	8,6
Katowice	1 055	42,7
Tychy	634	27,5
Bydgoszcz	283	12,7
Siewierz	133	6,0
Berlin	120	5,4
Razem	17 801	784,5

Umowy przedwstępne i deweloperskie



Finanse

- Ostatnie lata były dla dewelopera z Bielska-Białej bardzo udane. Spółka w ciągu ostatnich trzech lat zanotowała średnioroczny **wzrost przychodów z wyłączeniem pozostałych przychodów operacyjnych oraz przychodów ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych na poziomie 21,5%**, przy czym zysk brutto ze sprzedaży w analizowanym okresie podlegał dużym fluktuacjom.
- Warto odnotować, że Murapol wyróżnia się na tle konkurencji specyficzną strukturą Grupy. W ostatnich latach Murapol przenośli projekty w toku do struktur nie podlegających konsolidacji (FIZ). Tłumaczy to uzyskiwane przychody z tytułu aportu oraz utrzymujące się w ostatnich latach niskie saldo gotówki.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 2015 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **54,1 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **90,6 mln zł**.
- Spółka jako jedyna na Catalyst wystąpiła dobrowolnie o nadanie oceny ratingowej, która obecnie znajduje się na poziomie „BB” w skali EuroRating, co implikuje „podwyższone ryzyko kredytowe”.
- Sytuacja finansowa** Murapolu jest stabilna – **Spółka generowała w ostatnich latach dodatnie wyniki ze sprzedaży po wyłączeniu pozostałych przychodów operacyjnych oraz przychodów ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych**. We wrześniu oraz listopadzie bieżącego roku przypadają **wykupy najwyższej oprocentowanych obligacji Spółki o łącznej wartości 13,9 mln zł**, przy stanie gotówki na poziomie 13,3 mln zł na koniec roku. Z uwagi na „ukrycie” części aktywów w strukturach funduszy inwestycyjnych utrudnione jest porównywanie dewelopera z innymi Spółkami z branży.

w mln zł	2012	2013	2014	2015
Przychody łącznie	170,9	170,0	232,8	372,1
Przychody segm. mieszk.*	170,9	170,0	226,7*	306,4*
Zysk brutto ze sprzedaży**	65,2	48,7	72,4**	83,9**
Marża brutto ze sprzedaży	38,2%	28,6%	31,9%	27,4%
Zysk netto	35,2	48,6	55,2	67,4
Marża netto	20,6%	28,6%	23,7%	18,1%
Kredyty	37,2	65,8	72,9	54,1
Obligacje	61,5	68,8	75,4	90,6
Gotówka	8,8	7,7	1,6	13,3
Dług netto	89,9	126,9	146,7	131,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,2%	54,2%	56,5%	56,2%
Dług netto/KW	90,6%	85,2%	78,5%	59,0%

* Przychody z wyłączeniem PPO, przychodów ze sprzedaży nieruchomości inwest.
 ** Segment mieszkaniowy - koszty (z wyłączeniem PKO, kosztu własnego ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych)

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
K	5,0	W3M+6,00%	09/2016
M	8,9	W3M+5,70%	11/2016
N	6,7	W3M+5,60%	08/2016
O	18,6	W3M+5,65%	11/2016
P	30,0	W3M+4,60%	04/2018
R	22,5	W3M+4,60%	10/2018

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów i wyemitowanych obligacji pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów i wyemitowanych obligacji do wartości kapitałów własnych (średnia z początku i końca roku)
- DPR – wskaźnik wypłaty dywidendy liczony jako stosunek dywidendy wypłaconej do zysku netto za dany rok
- EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- FIZ – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty
- KW – kapitał własny
- GLA – powierzchnia najmu brutto (włącznie z pomieszczeniami pomocniczymi, korytarzami, klatkami, toaletami)
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- Stopa kapitalizacji – stosunek zysku z najmu powierzchni do wartości wynajmowanego budynku
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- WIBOR – Warsaw Interbank Offer Rate – stopa procentowa, po jakiej banki udzielają sobie pożyczek – ustalana w każdy dzień roboczy
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek całkowitych zobowiązań do wartości pasywów
- Wynik segmentu – EBIT pomniejszony o zyski z inwestycji
- W3M – stawka referencyjna WIBOR 3M
- W6M – stawka referencyjna WIBOR 6M

Navigator Dom Maklerski®
 Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

mail: obligacje@dmnavigator.pl

www.navigatorcapital.pl

Zastrzeżenie

Niniejszy materiał został opracowany przez Dom Maklerski Navigator SA (Dom Maklerski)

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikającego oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie pogładowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działające w imieniu Domu Maklerskiego korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Dom Maklerski nie gwarantuje, że wskazane dane są kompletne i precyzyjne. W szczególności informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia odbiorców.

Niniejszy materiał jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych oraz do użytku osób, które samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji. Dom Maklerski w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału, nawet gdyby informacje w nim zawarte okazały się niezgodne ze stanem faktycznym.

Dom Maklerski nie będzie traktował odbiorców niniejszego materiału jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego dokumentu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego oraz nie stanowi również zobowiązania do świadczenia jakichkolwiek usług na rzecz jakiegokolwiek podmiotu.

Dom Maklerski wykonywał zlecenie na rzecz wybranych podmiotów wskazanych w niniejszym opracowaniu w ramach emisji obligacji, które oni przeprowadzali.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym opracowaniu są objęte prawami autorskimi Domu Maklerskiego. Zabronione jest kopiowanie niniejszego opracowania, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jego fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejsze opracowanie, jak również jego omawianie lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Maklerskiego.