
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1H 2017 r.

Warszawa, lipiec 2017

Podsumowanie

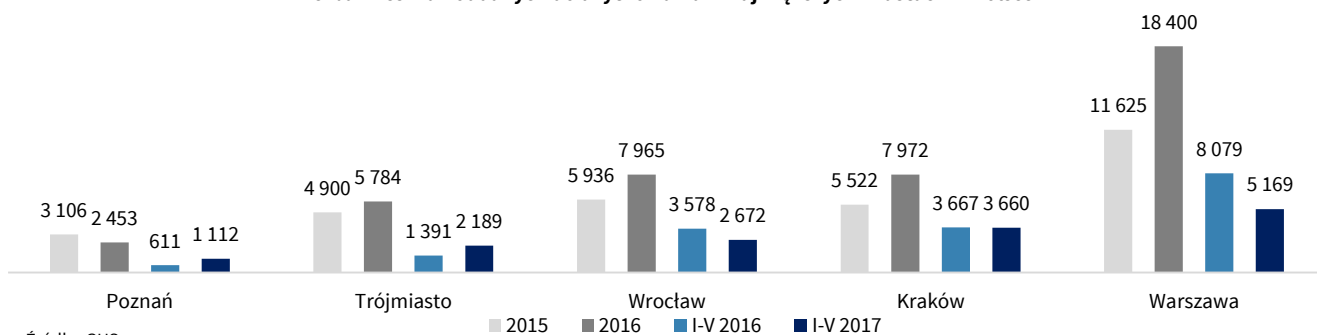
- Pierwsza połowa 2017 r. była okresem dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Utrzymanie się niskich stóp procentowych oraz stabilny poziom cen mieszkań w największych miastach przełożyły się na duży optymizm deweloperów, widoczny w znaczącym wzroście udzielonych pozwoleń na budowę nowych mieszkań w okresie styczeń-maj (+50,4% r/r).
- Mimo dobrej sytuacji makroekonomicznej w najbliższej przyszłości dużego znaczenia mogą nabrać ryzyka społeczno-polityczne, takie jak programy rządowe (Mieszkanie+) bądź migracje (emigracja ekonomiczna Ukraińców do Europy Zachodniej).
- Dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym widoczna jest w wynikach sprzedażowych analizowanych deweloperów – w I poł. 2017 r. trzynastcie podmiotów sprzedało w formie umów deweloperskich i przedwstępnych o 20,6% więcej mieszkań niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Pozwala to optymistycznie patrzeć na realizację przyjętych przez zarządy spółek ambitnych celów sprzedażowych na 2017 r., które zostały już zrealizowane w ponad 52%.
- W pierwszej połowie 2017 r. odnotowano o 4,1% mniej przekazania niż w I poł. 2016 r., lecz bardzo dobre wyniki sprzedaży w 2016 r. i I poł. 2017 r. pozwalają oczekiwać wzrostu przychodów analizowanych spółek w całym 2017 i 2018 r.
- Obserwowany jest wzrost zadłużenia finansowego deweloperów w ostatnich latach, za sprawą zwiększającej się skali działalności. Jednocześnie, analizowane podmioty starają się utrzymywać wysokie saldo środków pieniężnych, by móc szybko reagować na okazje inwestycyjne w postaci zakupu atrakcyjnych gruntów. Na koniec 1Q 2017 r. analizowani deweloperzy posiadali na rachunkach około 2,08 mld zł środków pieniężnych, natomiast dług netto utrzymał się na podobnym poziomie.
- Najbardziej zadłużonymi Spółkami na koniec 1Q 2017 r. pozostają LC Corp, Robyg oraz Polnord. W przypadku pierwszej z nich należy jednak zwrócić uwagę na wysoki udział kredytów pod inwestycje biurowe. Polnord natomiast realizuje program restrukturyzacyjny, mający na celu obniżenie poziomu zadłużenia. Jedynym deweloperem posiadającym wyższe saldo gotówki w stosunku do zobowiązań finansowych był na koniec 1Q 2017 r. Dom Development.
- W dalszym stopniu spada udział kredytów bankowych i innych zobowiązań finansowych w strukturze zadłużenia deweloperów na rzecz obligacji – na koniec 1Q 2017 r. udział finansowania obligacyjnego w strukturze zadłużenia finansowego analizowanych deweloperów mieszkaniowych wynosiła około 54,4%.
- W pierwszym półroczu 2017 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości blisko 592 mln zł, z czego większość jest zastawą udanych emisji Murapol, Atal, Lokum Deweloper, J.W. Construction oraz Ronson. W drugiej połowie 2017 r. deweloperzy są zobowiązani wykupić papiery o wartości blisko 190 mln zł. Do końca 2018 r. natomiast przypada termin zapadalności obligacji o wartości ponad 820 mln zł. Według naszych prognoz, deweloperzy będą chcieli zrefinansować te obligacje poprzez nowe emisje.
- Naszą analizą objętych zostało 14 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst o łącznym outstandingu przekraczającym 15 mln zł, tj: Archicom SA, Atal SA, Developres Sp. z o. o., Dom Development SA, i2 Development SA, J.W. Construction SA, LC Corp SA, Lokum Deweloper SA, Marvipol SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyg SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnąca liczba wydanych pozwoleń na budowę wskazująca na optymizm wśród deweloperów

Dane statystyczne za pierwszych pięć miesięcy 2017 r. wskazują na kontynuację dobrej koniunktury na rynku deweloperskim. Według danych GUS w okresie styczeń-maj 2017 r. deweloperzy oddali do użytkowania 29.658 mieszkań, co jest wynikiem o 0,1% wyższym niż w analogicznym okresie 2016 r., kiedy odnotowano wzrost rzędu 55,1% względem 2015 r. Co ciekawe, w niektórych największych miastach w Polsce odnotowano istotny spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania w analizowanym okresie. Na szczególną uwagę zasługuje znaczący spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania w Warszawie (-2.910 lokali, -36,0% r/r) oraz wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania w Trójmieście (+798 lokali, 57,4% r/r). Tak znaczne wahania mogą jednak być związane z cyklem budowlanym, sprawiającym, że większość mieszkań oddawanych jest do użytkowania pod koniec roku oraz harmonogramami inwestycji największych deweloperów.

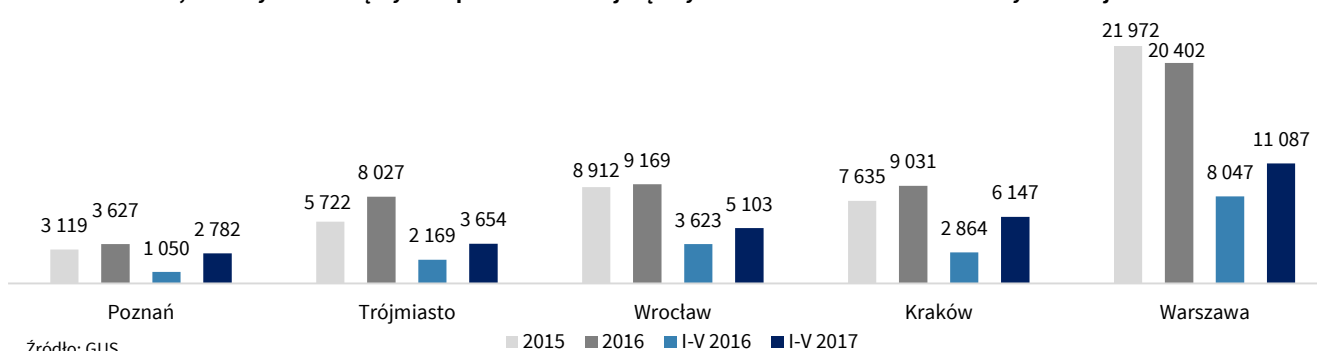
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W porównaniu z analogicznym okresem roku 2017 nastąpił istotny wzrost liczby mieszkań, dla których wydano pozwolenia na budowę – w przypadku deweloperów mieszkaniowych liczba ta wyniosła 46.126 mieszkań, co oznacza 50,4% wzrost w stosunku do okresu styczeń-maj 2016 r. We wszystkich największych miastach w Polsce odnotowano wzrost liczby udzielonych pozwoleń na budowę nowych mieszkań. Liderem wzrostów był Poznań (+165,0% r/r), na uwagę zasługują też wysokie wolumeny wzrostu liczby udzielonych pozwoleń na budowę w Krakowie (+3.283) oraz Warszawie (+3.040).

Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce w okresie styczeń-maj w latach 2016 i 2017

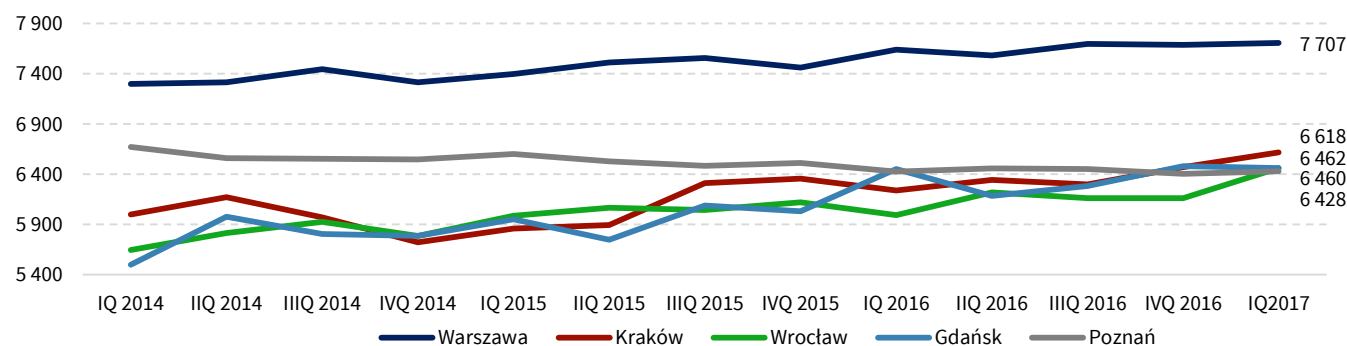


Źródło: GUS

Wzrost cen transakcyjnych w największych miastach południowej Polski przy stabilnych cenach w Warszawie

W pierwszym kwartale 2017 r. ceny transakcyjne metra kwadratowego mieszkania na rynku pierwotnym we Wrocławiu i Krakowie istotnie wzrosły w porównaniu do wartości wykazywanych na koniec 2016 r. W analizowanym okresie największym wzrostem cen transakcyjnych charakteryzował się rynek wrocławski (+4,8% w stosunku do 4Q 2016 r.), z kolei w Krakowie m² mieszkania podrożał o 2,3% w stosunku do końca 2016 r. Ceny w Warszawie, Poznaniu i Gdańsku utrzymywały się na stabilnym poziomie, zmieniając się odpowiednio o 0,3%, 0,4% i -0,3% w stosunku do 4Q 2016 r.

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



Źródło: NBP

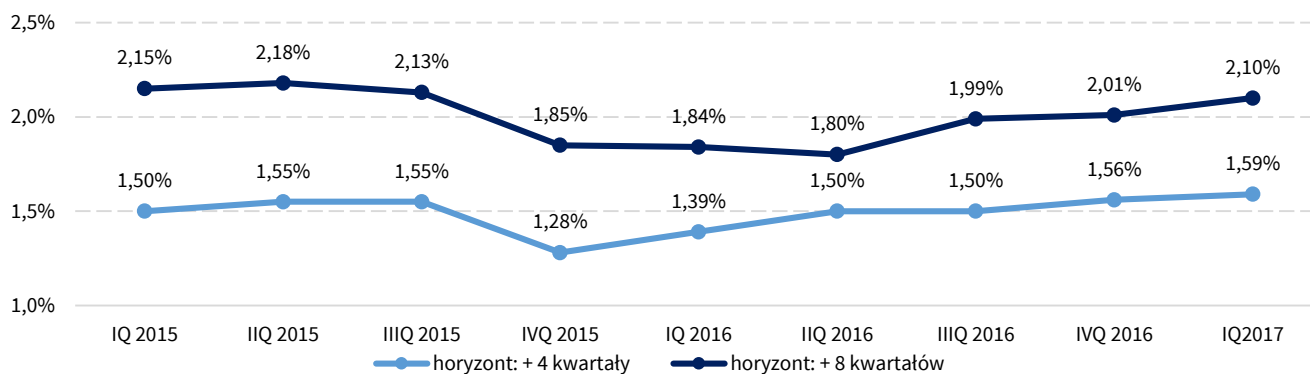
Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Stabilne otoczenie makroekonomiczne oraz istotne ryzyka społeczno-polityczne

W pierwszym półroczu 2017 r. nie doszło do istotnych zmian sytuacji makroekonomicznej oraz politycznej w porównaniu do stanu z końca 2016 r. Stopy procentowe, stanowiące jedno z najistotniejszych ryzyk dotyczących rynku mieszkaniowego, pozostały bez zmian, zaś obecny prezes NBP Adam Glapiński nie oczekuje podwyżek stóp procentowych w 2017 r., a wręcz spodziewa się ich utrzymania na obecnym poziomie w 2018 r.

Mimo zapowiedzi prezesa NBP analitycy największych instytucji finansowych w Polsce **spodziewają się lekkiego podniesienia stóp do końca I kwartału 2019 r.** Wg wyników ankiety makroekonomicznej przeprowadzonej przez NBP w IQ 2017 r. ekonomiści spodziewają się, że średnia wartość stopy referencyjnej w 2018 r. wyniesie 1,81%, co oznaczałoby wzrost o 0,31 p.p. w stosunku do obecnej wartości, zaś w 2019 r. średnia wartość tego wskaźnika wyniesie 2,25%, co oznaczałoby wzrost o 0,75 p.p.

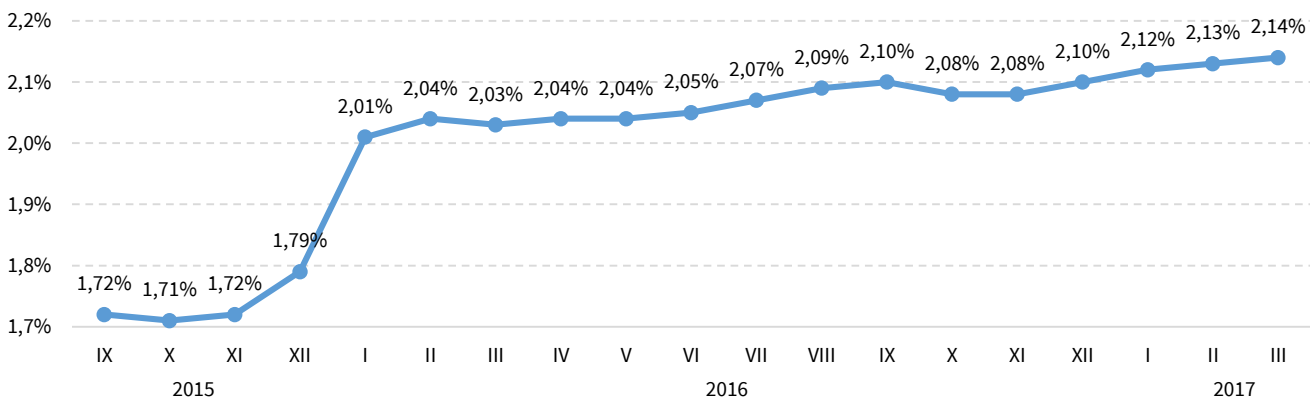
Konsensus rynkowy odnośnie wartości stopy referencyjnej NBP w horyzoncie następnym 4 i 8 kwartałów



Źródło: NBP

Kolejnym z czynników działających w negatywny sposób na rynek mieszkaniowy jest **umiarkowany wzrost średniej marży kredytu hipotecznego**, zapoczątkowany w 2015 r. w konsekwencji wprowadzenia podatku od aktywów bankowych. Po stabilizacji w pierwszej połowie 2016 r. poziom średniej marży stopniowo rośnie, co jest zjawiskiem negatywnym z punktu widzenia popytu na nowe mieszkania finansowane kredytem hipotecznym.

Średnia marża kredytu hipotecznego w okresie wrzesień 2015 r. - marzec 2017 r.



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON-SARFIN 1/2017.

Czynnikiem, który może mieć istotny wpływ na popyt na nowe mieszkania jest polityka mieszkaniowa rządu, a w szczególności **wygaszanie programu Mieszkanie dla Młodych (MdM) oraz uruchomienie programu Mieszkanie+**. W samym tylko 2016 r. w ramach programu MdM podpisano ponad 15,5 tys. umów na dofinansowanie zakupu mieszkań na rynku pierwotnym o łącznej wartości 412,9 mln zł, zaś wg obecnych planów ostatnie środki w ramach programu zostaną wypłacone na początku 2018 r. Rządowy program mieszkań na wynajem Mieszkanie Plus **zyskuje coraz bardziej znaczącą skalę – wg stanu na koniec maja 2017 r. podpisano już umowy na budowę 4,5-5 tys. mieszkań, zaś zarząd BGK Nieruchomości oczekuje, że do końca 2017 r. rozpocznie budowę 10 tys. mieszkań.** Należy jednak zwrócić uwagę, że większość mieszkań wybudowanych w ramach programu Mieszkanie+ **powstanie w mniejszych miastach, w których obecność analizowanych deweloperów jest bardzo ograniczona**, więc program ten nie powinien mieć istotnego wpływu na ich działalność. Co więcej, **niektórzy deweloperzy (np. Polnord) zapowiadają budowę mieszkań objętych programem**, więc istnieje możliwość, że budowa mieszkań na potrzeby programu Mieszkanie+ stanie się dodatkowym źródłem przychodów części deweloperów.

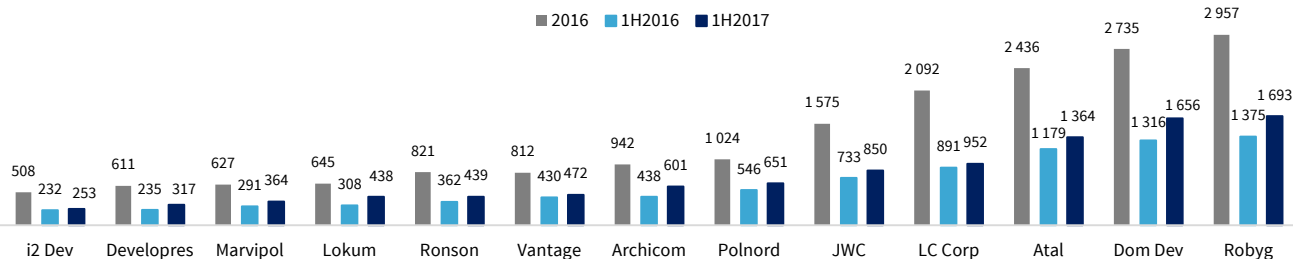
Istotnym elementem ryzyka dla deweloperów mieszkaniowych jest też **otwarcie granic Unii Europejskiej dla imigrantów z Ukrainy.** W przypadku emigracji znaczącej liczby obecnych w Polsce Ukraińców do krajów Europy Zachodniej może dojść do spadku popytu na nowe mieszkania, zarówno nabywane przez Ukraińców planujących osiedlić się na stałe w Polsce, jak i Polaków w celach inwestycyjnych. Ponadto odpływ pracowników o niskich wymaganiach płacowych może spowodować **wzrost kosztów budowy realizowanych inwestycji** oraz pogorszenie rentowności prowadzonej działalności.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Kolejny okres rekordowej sprzedaży mieszkań oraz niewielki spadek liczby przekazanych lokali

Pierwsze półrocze 2017 r. było kolejnym udanym okresem dla deweloperów z rynku Catalyst pod względem liczby sprzedanych lokali – analizowani przez nas deweloperzy sprzedali w formie umów deweloperskich i przedwstępnych **10 050 lokali w porównaniu do 8 336 lokali w pierwszej połowie 2016 r. (+20,6% r/r)**. Wszystkie Spółki poprawiły sprzedaż, a najlepiej pod tym względem wypadli: Lokum (+42,2% r/r), Archicom (+37,2% r/r) oraz Developres (+34,9% r/r). Z uwagi na rozpoznawanie przychodów przez deweloperów w momencie przekazania lokali nabywcom **wysokie wolumeny sprzedaży w 2016 r. i pierwszej połowie 2017 r. powinny mieć znaczący, pozytywny wpływ na wyniki finansowe analizowanych spółek za 2017 i 2018 r.**

Sprzedaż lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H2016 r. i 1H2017 r.*

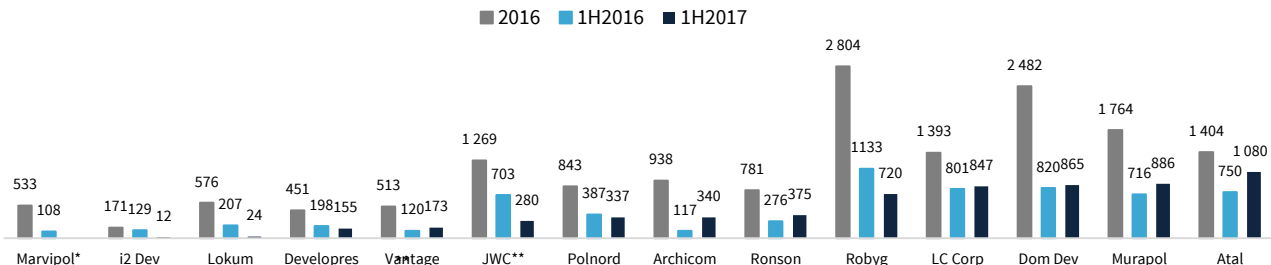


* Bez uwzględnienia Murapolu z racji braku danych porównywalnych za pierwsze półrocze 2016 i 2017 r.

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

W pierwszej połowie 2017 r. analizowane podmioty **przekazały 6 094 lokali przy 6 357 lokalach w analogicznym okresie 2016 r. (-4,1% r/r)**. Siedmiu z trzynastu deweloperów, którzy opublikowali porównywalne dane sprzedażowe, zanotowało spadek liczby przekazanych lokali w porównaniu z pierwszą połową 2016 r. Szczególnie istotne spadki zanotowały i2 Development (-90,7% r/r), Lokum (-88,4% r/r) oraz JW Construction (-60,2% r/r). Należy jednak zwrócić uwagę, że **podmioty te odnotowały wysokie wolumeny sprzedaży mieszkań w 2016 r., które z racji na cykl budowlany zostaną rozpoznane w przychodach dopiero w drugiej połowie roku**. Część deweloperów zapowiada wręcz, że większość lokali, które planują rozpoznać w wynikach 2017 r. zostanie przekazana w czwartym kwartale. Największym tempem wzrostu liczby przekazanych mieszkań w analizowanym okresie charakteryzowały się Archicom (+190,6% r/r), Vantage (+44,2% r/r) oraz Atal (+44% r/r).

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2016 r. i 1H 2017 r.



* Brak danych za 1H 2017 r.

** Szacunkowe dane Spółki.

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

Większość deweloperów podała do wiadomości publicznej cele sprzedażowe na 2017 r., które w większości przypadków **zakładają sprzedaż mieszkań na poziomie wyższym niż w minionym roku**. Większości analizowanych spółek udało się zrealizować cel sprzedażowy w ponad 50%, na uwagę zasługują w szczególności JW. Construction oraz Dom Development, które **osiągnęły już ponad 55% zakładanego poziomu sprzedaży na 2017 r.** Lokum Deweloper oraz Ronson Europe zrealizowały swój cel w mniej niż 45%, lecz należy zwrócić uwagę, że wyniki sprzedażowe wspomnianych spółek charakteryzują się sezonowością i są wyraźnie wyższe w drugiej połowie roku.

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2017 r.	Sprzedaż 1H 2017 r.	Stożenie realizacji celu
Lokum	1 000	438	43,8%
Ronson	1 000	439	43,9%
Archicom	1 200	601	50,1%
Atal	2 700 - 2 900	1 364	50,5%*
Robyg	3 300	1 693	51,3%
Marvipol	700	364	52,0%
Vantage	900	472	52,4%
Dom Dev	3 000	1 656	55,2%
JWC	1 500 - 1 700	850	56,7%*

* Stożenie realizacji jako stosunek sprzedaży do dolnych widełek celu sprzedażowego

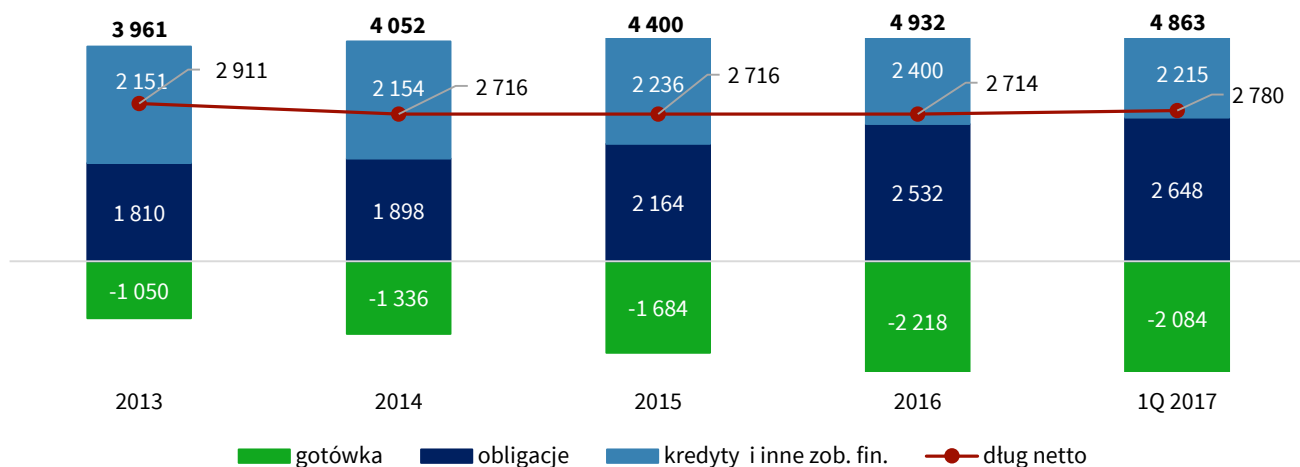
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnący udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów

Na koniec pierwszego kwartału 2017 r. całkowite zadłużenie deweloperów zarówno z tytułu obligacji jak i kredytów spadło o **1,4%** do wartości **4,86 mld zł** względem końca 2016 r. Obserwowany jest w dalszym ciągu trend **zmiany struktury zadłużenia deweloperów na korzyść obligacji korporacyjnych**. Udział obligacji w ogóle zobowiązań finansowych na koniec 2016 r. wyniósł **51,3%**, natomiast na koniec pierwszego kwartału 2017 r. wzrósł do **54,4%**. Tendencja ta utrzymuje się w ostatnich okresach za sprawą wciąż utrzymującej się **dobrej koniunktury na rynku deweloperskim**. Warto również przypomnieć, że taka **możliwość finansowania pozwala podmiotom na rozbudowę banku ziemi, daje większą elastyczność w dysponowaniu pozyskanymi środkami, a także finansowanie wczesnych etapów inwestycji**. W pierwszym kwartale b.r. deweloperzy wciąż utrzymują wysokie tempo wzrostu skali działalności, co miało przełożenie na nieznacznie mniejsze saldo gotówki z powodu rozpoczynanych nowych inwestycji. Nieznaczny spadek pozycji gotówkowej oraz zadłużenia finansowego wpłynęły na symboliczny wzrost **długu netto**, który na koniec pierwszego kwartału osiągnął wartość **2,78 mld zł** w porównaniu do **2,71 mld zł** w 2016 r.

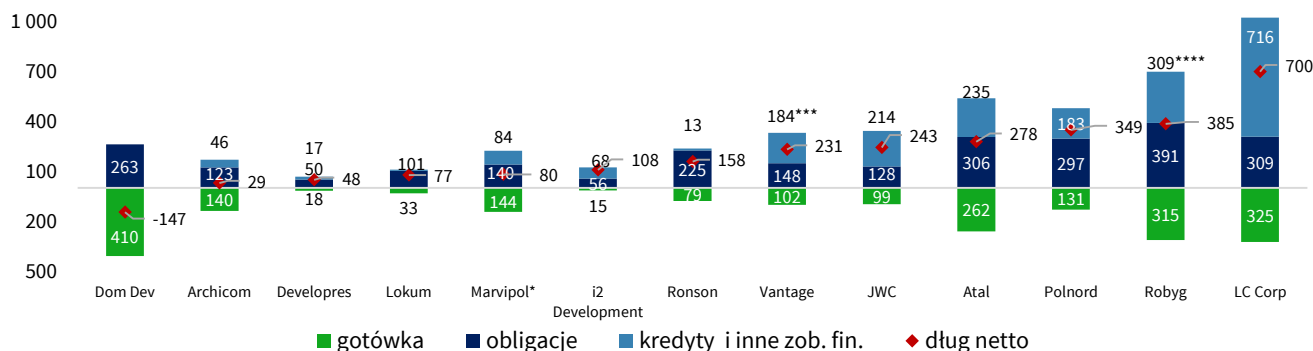
Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2014-1Q 2017 (w mln zł)*



* wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 1Q 2017 r. w przypadku Murapolu wykorzystano dane na koniec 2016 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Na koniec 1Q 2017 r., na pierwszych miejscach najbardziej zadłużonych deweloperów znalazły się te same podmioty, które piastowały tę pozycję w 2016 r. Największą wartością zadłużenia finansowego charakteryzuje się LC Corp z długiem netto w wysokości **700 mln zł**, ale zdecydowaną większość zadłużenia (97%) w tym przypadku stanowią **kredyty pod projekty komercyjne (m.in. biurowce Sky Tower oraz Wola Center)**. Warto zaznaczyć, że 4 spośród 13 deweloperów **zwiększyło zadłużenie netto** w pierwszym kwartale 2017. Wśród nich jest Lokum Deweloper, Polnord, Marvipol oraz Archicom. Jedynym podmiotem utrzymującym wyższe saldo gotówki od zobowiązań finansowych wobec końca 2016 r. jest **Dom Development**. Należy jednak pamiętać, że na początku czerwca Spółka sfinalizowała transakcję zakupu trójmiejskiego dewelopera Eurostyl za 260 mln zł, co niewątpliwie przełoży się na zmniejszenie się stanu gotówki, a tym samym wzrost zadłużenia netto w 2 kwartale 2017 r. Struktura zadłużenia w dalszym ciągu ulega zmianie na korzyść obligacji korporacyjnych – u **10 emitentów** wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów i innych zobowiązań finansowych.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2017 r. (w mln zł)**



* zadłużenie przypisane do segmentu deweloperskiego

** bez uwzględnienia Murapolu ze względu na brak danych finansowych za 1Q 2017 r.

*** 38 mln zł stanowią leasingi finansowe

**** 58 mln zł stanowią leasingi finansowe

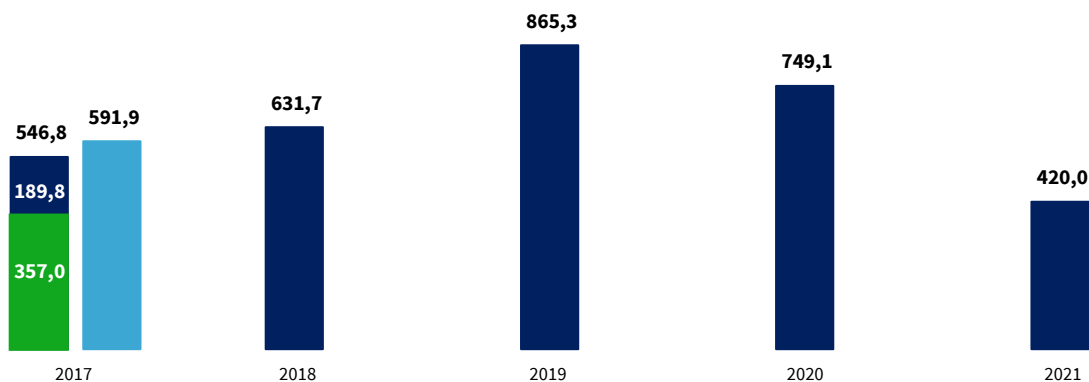
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Prawdopodobna chęć refinansowania obligacji zapadających do końca 2018 r.

W pierwszym półroczu bieżącego roku analizowani deweloperzy wyemitowali obligacje o łącznej wartości blisko **592 mln zł, które zapadają w latach 2019-2021**. Co istotne, wartość emisji w tym okresie była o ponad połowę wyższa niż wartość wykupów. Należy jednak zaznaczyć, że możemy tutaj mieć do czynienia z rolowaniem długu pod wykup zapadających w kolejnych miesiącach 2017 r. obligacji. W pierwszym półroczu b.r. badane podmioty wykupiły papiery dłużne o wartości **357 mln zł**, z czego blisko **73 mln zł** stanowiły wykupy przedterminowe. W drugiej połowie roku analizowane Spółki zobowiązane są wykupić obligacje o wartości niemal **190 mln zł**, natomiast w 2018 r. o blisko **632 mln zł**. Podtrzymujemy nasze przewidywania, że deweloperzy będą chcieli refinansować sporą część obligacji zapadających do końca 2018 r., biorąc pod uwagę rosnącą skalę działalności oraz uruchamianie nowych inwestycji.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów w poszczególnych latach (mln zł)



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

- Obligacje do wykupu w latach 2017-2021
- Obligacje wykupione w 1H 2017 r.
- Obligacje wyemitowane w 1H 2017 r.

W pierwszym półroczu 2017 aż 9 spośród analizowanych podmiotów wyemitowało obligacje o łącznej wartości około **592 mln zł**. Najaktywniejszymi spółkami na rynku długu był **Murapol**, emitując **4 serie** obligacji o wartości **103 mln zł** (w tym jedną serię o wartości 50 mln zł wyemitowała spółka zależna, Abadon Real Estate). Kolejne miejsca piastują **Atal** (**3 serie** obligacji o łącznej wartości **98,5 zł**, z czego 58,5 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane z głównym akcjonariuszem spółki) oraz **Lokum Deweloper**, który wyemitował obligacje **serii D o wartości 75 mln zł**, jednocześnie wykupując obligacje **serii B w wysokości 30 mln zł**, a tym samym obniżył koszty finansowania o **0,8 p.p. marży**. Warto również wspomnieć o emisjach **J.W. Construction** oraz **Ronson**, obie o łącznej wartości **70 mln zł**. Na koniec 1H 2017 r. największy outstanding obligacji posiada **Robyg** (blisko **390 mln zł**) oraz za sprawą wcześniejszych emisji **Atal** (ponad **350 mln zł** – należy jednak pamiętać, że blisko **120 mln zł** stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane). W następnych miesiącach można spodziewać się kolejnych emisji obligacji analizowanych deweloperów. Emisję obligacji o wartości do **100 mln zł** rozważa **Marvipol**, natomiast **Lokum Deweloper** może wyemitować jeszcze **25 mln zł** w ramach obowiązującego programu.

Zapadalność obligacji poszczególnych deweloperów w poszczególnych latach (mln zł)

Deweloper	Emisje			Wykupy				Suma do wykupu
	1H 2017	1H 2017	2H 2017	2018	2019	2020	2021	
Robyg	0,0	0,0	0,0	98,9	170,0	20,0	100,0	388,9
Atal	98,5*	0,0	42,6	173,2	138,5	0,0	0,0	354,3**
LC Corp	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	65,0	140,0	305,0
Polnord	25,2	70,0	18,5	107,5	136,8	25,2	0,0	288,0
Dom Development	0,0	120,0	0,0	50,0	0,0	100,0	110,0	260,0
Murapol***	103,2	0,0	0,0	52,5	60,0	103,2	0,0	215,7
Ronson Europe N.V.	70,0	83,5	0,0	54,0	50,0	35,0	70,0	209,0
J.W. Construction	70,0	0,0	72,0	0,0	0,0	121,5	0,0	193,5
Lokum Deweloper	75,0	30,0	30,0	0,0	40,0	75,0	0,0	145,0
Marvipol****	0,0	0,0	26,7	12,7	60,0	40,0	0,0	139,4*****
Archicom	60,0	0,0	0,0	7,9	55,4	59,5	0,0	122,8
Vantage Development	0,0	28,5	0,0	10,0	34,6	74,7	0,0	119,3
i2 Development	55,0	0,0	0,0	0,0	35,0	30,0	0,0	65,0
Developres	35,0	25,0	0,0	15,0	35,0	0,0	0,0	50,0
SUMA	591,9	357,0	189,8	631,7	865,3	749,1	420,0	2855,9

* 58,5 mln zł objęte przez podmioty powiązane

** w tym 120 mln zł do podmiotów powiązanych

*** W tym 50 mln zł wyemitowane przez Abadon Real Estate

**** Obligacje przypisane do segmentu deweloperskiego

***** 12,7 mln zł objęte przez podmioty powiązane

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Najważniejsze informacje ze spółek

ARCHICOM

- W czerwcu 2017 r. spółka wypłaciła dywidendę w wysokości **27,9 mln zł**, co stanowi **72%** zysku netto za 2016 r.
- Spółka zawarła przedwstępną umowę zakupu blisko **80%** akcji **mLokum** za kwotę przekraczającą **87 mln zł**. Archicom pierwszą płatność dokona środkami własnymi (**32,8 mln zł**), natomiast pozostałą część ze środków własnych lub z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego
- Na początku czerwca akcjonariusze DKR Investment oraz SK Inwestycje **sprzedali łącznie 13% akcji** w procesie przyspieszonej budowy księgi popytu. Jednocześnie, powyżsi akcjonariusze zobowiązali się do udzielenia Spółce pożyczki, stanowiącej równowartość kwoty uzyskanej ze sprzedaży akcji oraz zobowiązali się do objęcia nowej emisji akcji w tej samej wysokości po cenie z ABB.
- W 1H 2017 r. spółka wyemitowała jedną serię obligacji o wartości **60 mln zł**

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	611	942	366	235
Przekazania mieszkań	490	938	167	173
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	168,8	b.d.
Obligacje	16,4	62,7	122,8	122,8*
% Obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	72,8%	b.d.
Kredyty i inne	56,1	53,2	45,8	b.d.
Gotówka	35,6	72,8	139,5	b.d.
Dług netto	36,9	43,0	29,3	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

ATAL

- Developer w maju b.r. wypłacił dywidendę w wysokości **65 mln zł**, co stanowi **70%** zysku netto za 2016 r.
- W pierwszym półroczu 2017 r. spółka wyemitowała trzy serie obligacji o łącznej wartości **98,5 mln zł**. Dwie z tych serii (o wartości 58,5 mln zł), zostały objęte przez głównego akcjonariusza spółki, Pana Zbigniewa Juroszka
- Spółka nie wyklucza emisji akcji lub obligacji w przyszłości w celu zakupu nowych gruntów. W ramach ustalonego kapitału docelowego kapitał zakładowy może wzrosnąć maksymalnie o **18,5 mln zł (9,55%)**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 689	2 436	676	688
Przekazania mieszkań	628	1 404	501	579
Zadłużenie finansowe	327,1	509,7	540,2	b.d.
Obligacje	89,9	256,9	305,5	354,3*
% Obligacji w zadłużeniu	27,5%	50,4%	56,6%	b.d.
Kredyty i inne	237,2	252,8	234,6	b.d.
Gotówka	129,6	187,5	262,3	b.d.
Dług netto	197,5	322,2	277,9	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

DEVELOPRES

- W lutym 2017 r. Developres **dokonał emisji 35.000 obligacji serii C o wartości nominalnej 35 mln zł**. Większość środków pozyskanych z emisji wykorzystana została do dokonania **przedterminowego wykupu obligacji serii B** o wartości nominalnej 25 mln zł.
- W marcu Developres zawarł z Alior Bankiem umowę kredytu inwestycyjnego przeznaczonego na realizację projektu Uroczisko Nowe Miasto - budynki A, B i C o wartości 35,3 mln zł. Inwestycja zakłada budowę trzech budynków mieszkalnych wielorodzinnych wraz z garażami podziemnymi o łącznej liczbie 240 lokali mieszkalnych.
- W czerwcu b.r. Developres podpisał **aneks do umowy z Deloitte CE Business Services** dotyczący **zwiększenia powierzchni najmu** biurowca SkyRes o **850 m²**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	350	611	223	94
Przekazania mieszkań	317	451	100	55
Zadłużenie finansowe	63,9	61,7	66,7	b.d.
Obligacje	41,0	41,0	50,0	50,0*
% Obligacji w zadłużeniu	64,2%	66,5%	74,9%	b.d.
Kredyty i inne	22,9	20,7	16,7	b.d.
Gotówka	5,4	12,7	18,3	b.d.
Dług netto	58,5	49,0	48,4	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

DOM DEVELOPMENT

- W lutym 2017 r. Dom Development dokonał wykupu obligacji serii DOMDE3020217 o wartości 120 mln zł.
- W maju b.r. Dom Development podpisał umowę przedwstępną nabycia 100% akcji spółki Eurostyl oraz 100% udziałów spółki Euro Styl Development za **260 mln zł**. Grupa Eurostyl jest wiodącym developerem działającym na rynku Trójmiasta oraz okolic. Zdaniem zarządu spółki przejęcie Grupy Eurostyl pozwoli na wzrost skonsolidowanych przychodów i zysków Dom Development o 15% oraz może stać się początkiem nowego sposobu ekspansji na nowe rynki. **Transakcja została sfinalizowana na początku czerwca 2017 r.** Jednocześnie Zarząd Spółki poinformował, że na dzień 7 czerwca 2017 r. Euro Styl posiadał **blisko 80 mln zł środków pieniężnych netto**.
- Zgodnie z rekomendacją zarządu na początku lipca 2017 r. Dom Development **wypłaci dywidendę w wysokości 125,9 mln zł** (5,05 zł na akcję).

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 383	2 735	806	850
Przekazania mieszkań	2 062	2 482	230	635
Zadłużenie finansowe	100	0	262,6	b.d.
Obligacje	270,0	380,0	262,6	260,0*
% Obligacji w zadłużeniu	73,2%	100%	100%	b.d.
Kredyty i inne	100,0	0	0	b.d.
Gotówka	225,3	437,1	409,8	b.d.
Dług netto	148,1	-53,2	-147,2	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Najważniejsze informacje ze spółek

I2 DEVELOPMENT

- W 2017 roku i2 Development dokonał emisji trzech serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 55 mln zł: trzyletnich obligacji serii C o wartości nominalnej 30 mln zł i stałym oprocentowaniu 8,1% rocznie oraz dwupółletnich obligacji serii B i D o wartości nominalnej odpowiednio 15 mln zł i 10 mln zł oraz marży ponad WIBOR3M równej 4,5%.
- W maju b.r. spółka sfinalizowała zakup działki na hiszpańskiej Teneryfie o wartości 3 mln zł. Na działce planowana jest budowa osiedla domów jednorodzinnych o łącznej powierzchni około 1.300 m².
- W czerwcu 2017 r. i2 Development dokonał wypłaty dywidendy o wartości 18,43 mln zł (1,9 zł na akcję).

J.W. CONSTRUCTION

- W maju 2017 r. JWC wyemitował obligacje o wartości 70 mln zł, które pod koniec czerwca zadebiutowały na Catalystr
- W wyniku wezwania ogłoszonego przez Józefa Wojciechowskiego w styczniu 2017 r., główny akcjonariusz zwiększył udział w akcjonariacie z 66% do 85,6%.
- Spółka poinformowała, że realizacja założonego celu sprzedażowego na poziomie 1 500-1 700 lokali przebiega zgodnie z planem
- Akcjonariusze Spółki zdecydowali o niewypłaceniu dywidendy za 2016 r., a zysk zostanie przeznaczony na kapitał zapasowy

LC CORP

- Akcjonariusze Spółki zdecydowali o wypłaceniu dywidendy w wysokości 31,3 mln zł, co stanowi blisko 28% zysku netto za 2016 r. Termin wypłaty dywidendy został ustalony na 8 sierpnia 2017 r.
- Pod koniec czerwca b.r., spółka zależna od Emitenta zawarła umowę z Budimex S.A. na generalne wykonawstwo budynku biurowego „Wola Retro” o całkowitym PUM blisko 30 tys. m². Wartość kontraktu to maksymalnie 125 mln zł netto.

LOKUM DEWELOPER

- W marcu 2017 r. Lokum Deweloper poinformował o ustanowieniu programu emisji obligacji o wartości do 100 mln zł. W ramach programu w kwietniu 2017 r. Grupa Lokum dokonała przydziału 3-letnich niezabezpieczonych obligacji serii D o wartości nominalnej 75 mln zł. Spółka od uplasowanych obligacji płaci kupon w wysokości WIBOR 6M + 3,2%.
- Część środków pozyskanych z emisji zostało przeznaczone na przedterminowy wykup obligacji serii B o wartości nominalnej 30 mln zł, który został dokonany w maju 2017 r., co obniżyło koszt finansowania spółki o 0,8 p.p.
- W lipcu b.r. Lokum Deweloper dokonał wypłaty dywidendy o wartości 14,04 mln zł (0,78 zł na akcję).

MARVIPOL

- W drugiej połowie kwietnia b.r. Spółka odstąpiła od zakupu akcji Soho Development. O odstąpieniu od transakcji zdecydował brak porozumienia w sprawie ceny oraz innych warunków transakcji
- Pod koniec maja Marvipol Development (spółka celowa Marvipolu) złożyła prospekt emisyjny w KNF. Spółka zamierza dokonać podziału na dwa segmenty operacyjne - motoryzacyjny oraz deweloperski. Zarząd liczy, że podział Grupy nastąpi w IV kwartale b.r.
- Spółka, w 1 połowie 2018 r. planuje rozpoczęcie pierwszej inwestycji mieszkaniowej poza rynkiem warszawskim, w Gdańsku
- Marvipol rozważa emisję obligacji 4 letnich o wartości około 100 mln zł.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	b.d.	508	117	136
Przekazania mieszkań	b.d.	171	11	1
Zadłużenie finansowe	96,8	84,6	123,6	b. d.
Obligacje	10,0	10,0	55,7	55,0*
% Obligacji w zadłużeniu	10,4%	11,8%	45,1%	b. d.
Kredyty i inne	86,8	74,6	67,9	b. d.
Gotówka	1,2	4,1	15,4	b. d.
Dług netto	95,6	80,5	108,1	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 569	1 575	401	449
Przekazania mieszkań	403	1 269	140	140
Zadłużenie finansowe	522,9	329,7	342,5	b. d.
Obligacje	314,2	127,5	128,3	193,5*
% Obligacji w zadłużeniu	60,1%	38,7%	37,5%	b. d.
Kredyty i inne	208,7	202,2	214,2	b. d.
Gotówka	188,4	88,3	99,0	b. d.
Dług netto	334,5	241,4	243,5	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 072	2 092	553	399
Przekazania mieszkań	1 108	1 393	503	344
Zadłużenie finansowe	926,6	1 082,7	1 025,0	b. d.
Obligacje	165,5	306,5	308,9	305,0*
% Obligacji w zadłużeniu	17,9%	28,3%	30,1%	b. d.
Kredyty i inne	761,1	776,2	716,1	b. d.
Gotówka	242,1	354,9	325,1	b. d.
Dług netto	684,5	727,8	699,9	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	486	645	117	321
Przekazania mieszkań	377	576	15	9
Zadłużenie finansowe	68,7	101,3	109,8	b. d.
Obligacje	60,1	101,0	101,3	145,0*
% Obligacji w zadłużeniu	87,5%	99,7%	92,3%	b. d.
Kredyty i inne	8,6	0,3	8,5	b. d.
Gotówka	98,5	56,0	33,2	b. d.
Dług netto	-29,8	45,3	76,7	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	600	627	180	184
Przekazania mieszkań	615	533	27	b. d.
Zadłużenie finansowe**	254,0	173,9	224,4	b. d.
Obligacje**	158,5	141,4	140,4	139,4*
% Obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	62,6%	b. d.
Kredyty i inne**	95,5	32,5	84,0	b. d.
Gotówka**	155,4	192,6	144,4	b. d.
Dług netto**	98,6	-18,7	80,0	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących
** Dane segmentu deweloperskiego za wyjątkiem danych za 2015 r.

Najważniejsze informacje ze spółek

MURAPOL

- W 2017 r. Murapol dokonał przydziału czterech serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 103,2 mln zł (w tym jedną serię o wartości 50 mln zł wyemitowała spółka zależna, Abadon Real Estate)
- W maju b.r. Murapol rozszerzył swoją działalność na rynek niemiecki – na działce położonej w Belinie spółka planuje budowę ok. 230 mieszkań o łącznej powierzchni ok. 13 000 m².
- Na początku czerwca 2017 r. Murapol dokonał zakupu 32,99% akcji Skarbiec Holding, właściciela Skarbiec TFI. Transakcja ma m.in. umożliwić rozszerzenie oferty Skarbiec TFI o fundusze pozwalające czerpać korzyści z inwestycji na rynku nieruchomości.

POLNORD

- Sąd Okręgowy zasądził, że Polnord otrzyma kwotę 15 mln zł z tytułu zapłaty kary umownej za niewywiązanie się z przedwstępnej umowy sprzedaży akcji, zawartej między Spółką a Aroga Holdings.
- Deweloper, który posiada 34,7% akcji Korporacji Budowlanej Dom, planuje zwiększyć zaangażowanie w tę spółkę do 49%.
- W pierwszym półroczu 2017 r. Spółka wyemitowała trzy serie obligacji o łącznej wartości 25,2 mln zł. W tym samym okresie nastąpił wykup dwóch serii o wartości 70 mln zł.
- Polnord zapowiedział budowę 400 mieszkań w Pruszkowie zrealizowanych w ramach programu Mieszkanie+.

ROBYG

- W czerwcu b.r. Robyg dokonał prywatnej emisji 26,3 mln akcji serii H o cenie emisyjnej wynoszącej 3 zł na akcję. 79,9 mln zł pozyskanych w ramach emisji zostanie przeznaczone na rozwój działalności na nowym rynku (krakowskim lub wrocławskim).
- Pod koniec kwietnia 2017 r. Robyg nabył w Gdańsku działkę pod budowę ponad 1 000 mieszkań o łącznej powierzchni użytkowej 50 000 m². Wartość transakcji to 42,3 mln zł.
- W lipcu Robyg dokona wypłaty dywidendy z zysku za 2016 r. w wysokości 71 mln zł (0,27 zł na akcję).
- Na koniec sierpnia b.r. Robyg planuje przedterminowy wykup części obligacji serii O o łącznej wartości nominalnej 4 mln zł w celu zwolnienia hipoteki pod kolejne etapy inwestycji Green Mokotów.

RONSON

- W pierwszym kwartale b.r. Ronson dokonał wypłaty zaliczkowej dywidendy z zysku za 2016 r. w wysokości 0,09 zł na akcję (łącznie prawie 14,8 mln zł). W sierpniu spółka ma wypłacić drugą transzę dywidendy, w wysokości 0,1 zł na akcję. Łączna dywidenda z zysku za 2016 r. wyniesie około 31,2 mln zł (0,19 zł na akcję).
- W maju 2017 r. Ronson wyemitował dwie serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 70 mln zł. Środki pozyskane z emisji zostały przeznaczone m.in. na wykup obligacji serii C o wartości nominalnej 83,5 mln zł.

VANTAGE DEVELOPMENT

- Walne zgromadzenie akcjonariuszy zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 10,2 mln zł, co stanowi 40% wypracowanego zysku netto za 2016 r.
- Fedha, główny udziałowiec dewelopera, ogłosił przymusowy wykup 5,41% akcji, osiągając 100% w kapitale zakładowym. Zarząd za zgodą obligatariuszy zdecydował o zmianie warunków emisji dwóch serii obligacji, których kowenanty mogłyby zostać naruszone przy delistingu spółki, do którego najprawdopodobniej dojdzie po wykupie akcji.
- Deweloper wykupił w pierwszym półroczu 2017 r. jedną serię obligacji o wartości 28,5 mln zł. W związku z potencjalnym wycofaniem Grupy z Giełdy, Spółka zapowiedziała wykup serii I o wartości 10 mln zł, termin wykupu został ustalony na początek sierpnia 2017 r.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	965	1 626	b.d.	b.d.
Przekazania mieszkań	1 242	1 764	b.d.	886*
Zadłużenie finansowe	161,2	251,0	b. d.	b. d.
Obligacje	90,6	112,5	137,5**	165,7**
% Obligacji w zadłużeniu	56,2%	44,8%	b. d.	b. d.
Kredyty i inne	70,6	138,5	b. d.	b. d.
Gotówka	13,3	10,7	b. d.	b. d.
Dług netto	147,9	240,3	b. d.	b. d.

* Przekazania mieszkań w 1H 2017 r.

** Wartości szacunkowe obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 054	1 024	335	316
Przekazania mieszkań	990	843	113	224
Zadłużenie finansowe	437,0	487,7	479,7	b.d.
Obligacje	275,5	330,9	296,8	288,0*
% Obligacji w zadłużeniu	63,0%	67,8%	61,9%	b.d.
Kredyty i inne	161,5	156,8	182,8	b.d.
Gotówka	53,7	143,5	130,6	b.d.
Dług netto	383,3	344,2	349,1	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 333	2 957	937	756
Przekazania mieszkań	2 045	2 804	320	400
Zadłużenie finansowe	376,6	382,4	314,5	b. d.
Obligacje	603,3	819,0	699,9	388,9*
% Obligacji w zadłużeniu	61,9%	48,4%	55,8%	b. d.
Kredyty i inne	230,1	422,3	309,4	b. d.
Gotówka	376,6	382,4	314,5	b. d.
Dług netto	226,7	436,6	385,3	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	906	821	259	180
Przekazania mieszkań	696	781	299	76
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	237,2	b. d.
Obligacje	190,3	222,6	224,6	229,0*
% Obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	94,7%	b. d.
Kredyty i inne	59,8	3,5	12,6	b. d.
Gotówka	99,5	69,1	79,3	b. d.
Dług netto	150,6	157,0	157,9	b. d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017
Sprzedaż mieszkań	612	812	253	219
Przekazania mieszkań	356	513	138	35
Zadłużenie finansowe	242,1	337,2	332,2	b.d.
Obligacje	105,4	147,8	148,0	119,3*
% Obligacji w zadłużeniu	43,5%	43,8%	44,6%	b.d.
Kredyty i inne	136,7	189,4	184,2	b.d.
Gotówka	59,0	101,2	101,6	b.d.
Dług netto	183,1	236,0	230,6	b.d.

* Wartość szacunkowa obligacji na podstawie raportów bieżących

Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych, pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych 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

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 wynikające oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

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.

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