

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1Q 2019 r.

---

Warszawa, maj 2019 r.

---

# Podsumowanie

## Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Istotny spadek w liczbie wydawanych pozwoleń na budowę

Wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania

Nieznaczny spadek w liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto

Stabilne ceny transakcyjne mieszkań w Warszawie, bardzo duży wzrost cen w Gdańsku oraz presja na wzrost cen w Krakowie

Pozytywnie zaskakująca dynamika wzrostu PKB oraz utrzymanie niskich stóp procentowych. Przyspieszenie inflacji

Zmiany regulacyjne zagrożeniem dla branży

Więcej

str. 4 - 7

## Rynek gruntów

Mała ilość nowych raportów dotyczących zakupów gruntów

Spadek cen transakcyjnych

Więcej

str. 8 - 10

## Sprzedaż w 1Q 2019 r.<sup>1,2</sup>

Niska sprzedaż wynikiem wyprzedanej oferty.

**4 477** łączna liczba sprzedanych mieszkań

**-119,8%** Zmiana względem 1Q 2018 r.

**926** Najwyższy odczyt wśród deweloperów

**-9** Najniższy odczyt wśród deweloperów

<sup>1</sup> Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

<sup>2</sup> Bez uwzględnienia i2 Development

Więcej

str. 11 - 12,

## Przekazania w 1Q 2019 r.<sup>1,2</sup>

Poziom przekazania w 1Q 2019 r. odzwierciedlający wysoką sprzedaż lokali w rekordowym 2017 r.

**4 066** łączna liczba przekazanych mieszkań

**+25,6%** Zmiana względem 1Q 2018 r.

**1 215** Najwyższy odczyt wśród deweloperów

**17** Najniższy odczyt wśród deweloperów

<sup>1</sup> Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

<sup>2</sup> Bez uwzględnienia danych Robyg, Victoria Dom oraz i2 Development

Więcej

str. 12

## Dług finansowy na koniec 2018 r.

Wartość zadłużenia finansowego wyższa o 116 mln PLN w stosunku do końca 2017 r.

Widoczny wzrost udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania w porównaniu z końcem 2017 r.

**4,5 mld zł** łączna wartość zadłużenia finansowego

**74,5%** Udział zadłużenia obligacyjnego

**2,7 mld zł** łączny poziom długu netto

**0,42x** Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

**0,57x** Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

Więcej

str. 13 - 15

## Finansowanie obligacyjne w pierwszych miesiącach 2019 r.<sup>1</sup>

Niska aktywność analizowanych deweloperów na rynku długu korporacyjnego w 2019 r.

**177,7 mln zł** łączna wartość przeprowadzonych emisji

**3** Liczba przeprowadzonych emisji

**100,0 mln zł** Wartość największej emisji

**187,4 mln zł** łączna wartość wykupów obligacji

**3,3 mld zł** Wartość emisji do wykupu w okresie 2019 - 2023

<sup>1</sup> w okresie 01.01 - 07.05.2019 r.

Więcej

str. 16 - 17

## Informacje dotyczące spółek

Więcej

str. 18 - 32

## Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić Państwu kolejną edycję naszego kwartalnego raportu poświęconego sytuacji największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst. W najnowszej edycji raportu nie uwzględniono Grupy Murapol, która przedterminowo wykupiła wszystkie notowane obligacje. Dziękujemy za Państwa pozytywne komentarze oraz uwagi odnośnie raportu. Jest nam niezmiernie miło, że nasza publikacja spotyka się z Państwa zainteresowaniem. Mamy nadzieję, że lektura raportu przybliży Państwu obecną sytuację sektora deweloperskiego.

Sprzedaż mieszkań analizowanych deweloperów spadła w 2018 r. o 14,5% w stosunku do roku poprzedniego jednak należy mieć na uwadze, że 2017 r. był okresem największego prosperity branży deweloperskiej. Zestawiając sprzedaż 2018 r. z wolumenem kontraktacji osiągniętym w 2016 r. okazuje się, że ubiegły rok był pod względem sprzedaży lepszy. W danych sprzedażowych za 1Q 2019 r. widać dalsze spowolnienie sprzedaży. W porównaniu do analogicznego okresu 2018 r. oraz 2017 r. analizowani deweloperzy odnotowali spadek kontraktacji odpowiednio o 19,8% oraz 16,7%. Naszym zdaniem powodem tak dużych spadków są przede wszystkim problemy w uzyskiwaniu decyzji administracyjnych, które wzmogły się w ostatnim czasie. W związku z tym na początku 2019 r. deweloperzy mieli mocno wyprzedaną ofertę, której nie byli w stanie odpowiednio szybko uzupełnić. Spadek wydawanych pozwoleń na budowę w pierwszym kwartale 2019 r. był bardzo duży i wyniósł w stosunku do analogicznego okresu 2018 r. i 2017 r. odpowiednio -28,81% oraz -28,08%. Opieszałość organów administracji publicznej staje się dla deweloperów coraz większą bolączką i naszym zdaniem przyczynia się do schładzania koniunktury na rynku mieszkaniowym nie mniej niż wzrost kosztów wykonawstwa i gruntów. W naszej ocenie popyt, w szczególności na własny użytek, pozostaje stabilny, choć część deweloperów zaczyna dostrzegać wyhamowanie popytu inwestycyjnego.



Mateusz Mucha  
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Spodziewamy się, że kolejne kwartały będą dla branży wymagające, jednak podtrzymujemy naszą opinię z poprzednich edycji raportu, że jest zbyt wcześnie, aby wieszczyć zatamianie na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Świadczy o tym chociażby fakt, że pomimo wzrostu cen gruntów analizowane spółki przeznaczyły na ich zakupy w 2018 r. istotne kwoty oraz nie planują zwalniać tempa nabywania nowych działek również w 2019 r. Deweloperzy, którzy są najbliżsi rynku ciągle widzą wysoki popyt oraz możliwość zrealizowania satysfakcjonujących marż w perspektywie co najmniej dwuletniej.

Po dynamicznych wzrostach kosztów generalnego wykonawstwa w latach 2016-2018, inflacja cen obecnie wyhamowała. Stabilizacja ma jednak miejsce na relatywnie wysokich poziomach i uważamy, że spadki cen wykonawstwa są w najbliższym czasie bardzo mało prawdopodobne. Dlatego istotną przewagą rynkową determinującą realizację inwestycji zgodnie z planem oraz przy satysfakcjonującej marży jest posiadanie przez deweloperów w ramach grupy kapitałowej spółki pełniącej funkcję generalnego wykonawcy. Z informacji otrzymanych od deweloperów wynika również, że doszło do ustabilizowania się cen gruntów, które w ostatnich latach znacząco drożały.

Problemem branży budowlanej, a pośrednio również deweloperskiej, pozostaje brak rąk do pracy. Szczęśliwie dla branży ryzyko związane z migracją pracowników z Ukrainy za Odrę zmniejszyło się. Niemcy otworzą swój rynek pracy dla obywateli państw spoza Unii Europejskiej w 2020 r., jednak nowe regulacje postawiły istotne wymagania dla potencjalnych pracowników (udokumentowane kwalifikacje i podstawowa znajomość języka niemieckiego).

1Q 2019 r. podobnie jak cały 2018 r. cechował się niską aktywnością analizowanych deweloperów w zakresie emisji długu. Ubiegły rok był bardzo trudny dla całego rynku obligacji korporacyjnych ze względu na aferę GetBack. Od początku 2019 r. mamy już jednak do czynienia ze stosunkowo niewielkimi, ale jednak napływami kapitału do funduszy obligacji korporacyjnych, dzięki czemu rynek pierwotny odżył. Analizowani deweloperzy uplasowali relatywnie niewielką ilość nowych papierów, choć aktywni byli deweloperzy komercyjni nieanalizowani w raporcie.

Większość analizowanych spółek posiada komfortową strukturę zapadalności długu. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach deweloperzy mieszkaniowi wyjdą jednak szerzej na rynek z emisjami refinansującymi, starając się co najmniej utrzymać obecny outstanding wyemitowanych obligacji. Na koniec 2018 r. łączny poziom długu finansowego analizowanych w raporcie deweloperów osiągnął wartość 4,5 mld zł, i wzrost o ponad 100 mln zł w stosunku do końca 2017 r. Analizowani deweloperzy zwiększyli przy tym o ponad 330 mln zł zadłużenie z tytułu emisji obligacji, redukując równocześnie o prawie 220 mln zł zadłużenie bankowe.

Zapraszam do lektury raportu,

# Otoczenie makroekonomiczne

## Istotny spadek w liczbie wydanych pozwoleń na budowę w pierwszym kwartale 2019 r.

W 2018 r. w największych miastach Polski liczba mieszkań oddanych do użytkowania wyniosła nieco ponad 55 tys. i była wyższa niż w 2017 r. i 2016 r. odpowiednio o 5,87% oraz 16,55%. Wzrost liczby oddawanych mieszkań widać również w 1Q 2019 r. W tym okresie w największych miastach Polski oddano do użytkowania 13,48 tys. mieszkań, co oznacza wzrost w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego o 11,19%. Istotny wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania w ujęciu rok do roku przynajmniej częściowo spowodowany był przesunięciem decyzji administracyjnych z końcówki roku 2018 r. na początek 2019 r. z uwagi na wybory samorządowe, które miały miejsce w 4Q 2018 r.

Dynamika wzrostu liczby mieszkań oddanych do użytkowania w 2018 r. była najwyższa w Warszawie (+15,58% r/r) oraz Trójmieście (+10,02% r/r), które są równocześnie najdroższymi rynkami w Polsce (średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> wskazano na stronie kolejnej). Istotny wzrost odnotował również Wrocław (+6,81% r/r). Niewielki spadek w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania odnotowano w Poznaniu (-1,40% r/r), a większy spadek miał miejsce jedynie na rynku krakowskim (-15,57% r/r).

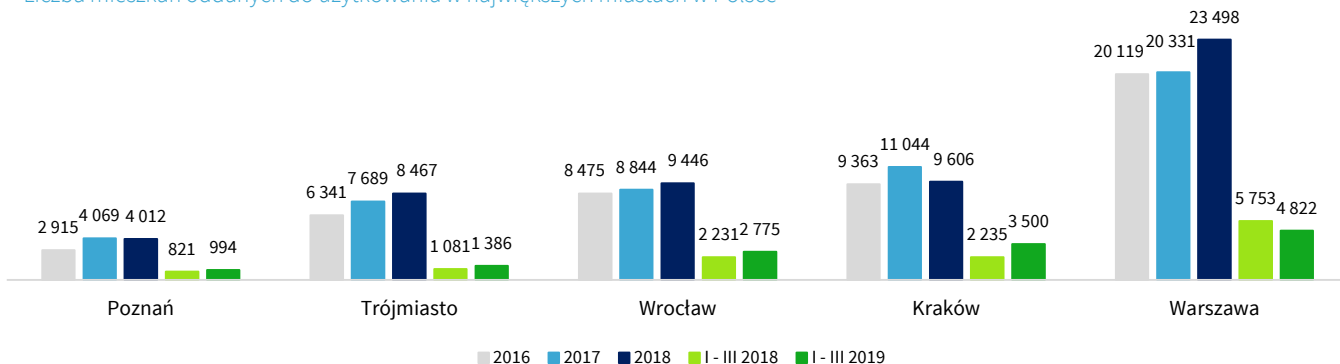
Pomimo istotnego wzrostu w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania w pierwszym kwartale 2019 r., w całym bieżącym roku spodziewamy się utrzymania lub lekkiego spadku tego poziomu z uwagi na spadek sprzedaży lokali wśród analizowanych deweloperów w 2018 r., jak również spadek ilości mieszkań, których budowę rozpoczęto w 2018 r.

W 2018 r. w analizowanych miastach wydano pozwolenia na budowę 62,5 tys. mieszkań co oznacza spadek o -6,40% w porównaniu do 2018 r. oraz wzrost o 13,23% w porównaniu do 2016 r. Spadki w liczbie wydanych pozwoleń odnotowano we Wrocławiu (-38,06% r/r), Krakowie (-18,75%) oraz Trójmieście (-7,85% r/r), natomiast wzrosty w Warszawie (3,91%) oraz Poznaniu (45,98%). Tym samym Poznań po kolejnym skokowym wzroście zajął 3 miejsce w Polsce pod względem wydanych pozwoleń i jest bardzo blisko drugiego na liście Krakowa.

W pierwszym kwartale roku łączna liczba wydanych pozwoleń na budowę spada w analizowanych miastach o -28,81% w stosunku do 1Q 2018 r. oraz o -28,08% w stosunku do 1Q 2017 r. W całym kraju spadek ten wyniósł analogicznie -13,85% oraz -4,99%. Liczba wydanych pozwoleń istotnie spada, co potwierdza komunikowane przez deweloperów problemy w uzyskiwaniu decyzji administracyjnych.

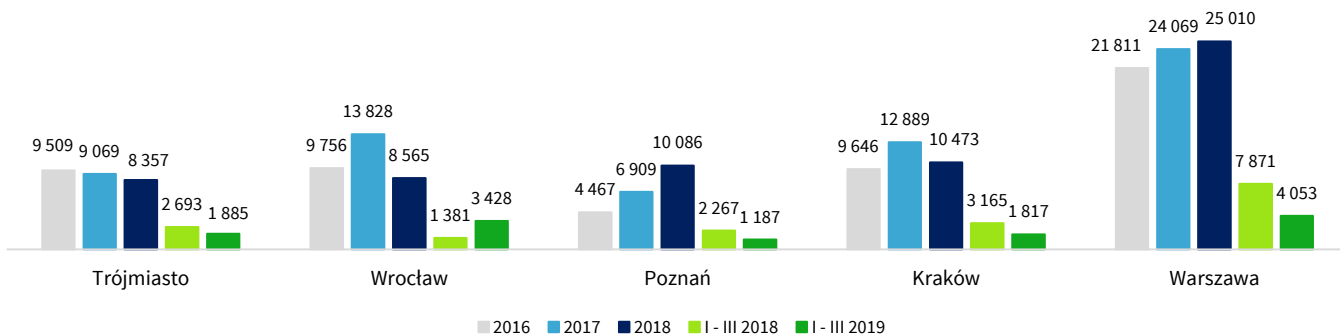
Warto również wspomnieć o liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W 2018 r. rozpoczęto budowę 58,9 tys. mieszkań, co jest wynikiem gorszym o -4,50% w stosunku do liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto w 2017 r. i lepszym o 15,48% porównując do 2016 r. Liczba budów, które rozpoczęto wzrosła we Wrocławiu (+7,02% r/r) i Warszawie (+6,48 r/r) natomiast spadła w Krakowie (-4,84% r/r), Trójmieście (-24,97% r/r) i Poznaniu (-24,52% r/r). We wszystkich trzech miastach, dla których odnotowano spadki mieliśmy jednak do czynienia z bardzo wysoką bazą porównawczą w 2017 r.

## Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Otoczenie makroekonomiczne

## Gdańsk liderem pod względem wzrostu cen transakcyjnych mieszkań

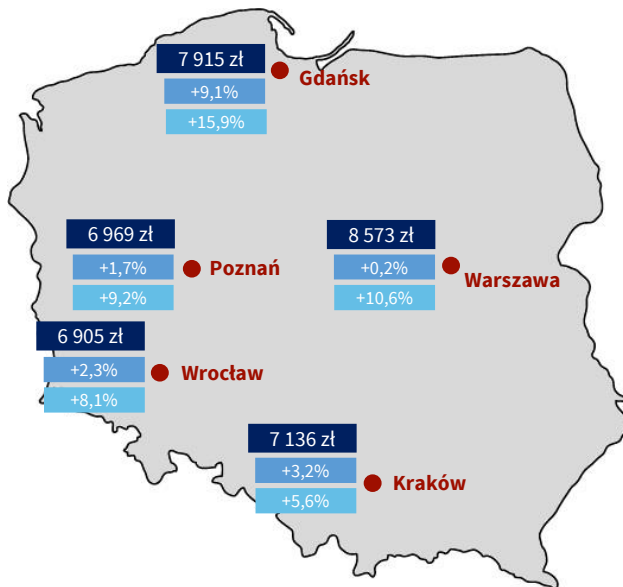
W 4Q 2018 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen (zarówno ofertowych, jak i transakcyjnych) mieszkań na wszystkich analizowanych największych rynkach mieszkaniowych w Polsce. W najdroższej pod tym względem Warszawie, na koniec 2018 r. wyniosły one średnio 8 573 zł/mkw. Ceny w stolicy odnotowały w 4Q 2018 r. wzrost symboliczny równy 0,2%, przy równoczesnym istotnym wzroście cen w pozostałych analizowanych miastach.

Na drugim najdroższym rynku wśród analizowanych – w Gdańsku, odnotowano aż 9,1% wzrost ceny transakcyjnej w ujęciu kwartału do kwartału, choć należy mieć na uwadze fakt obniżonej bazy porównawczej (w 3Q 2018 r. odnotowano na tym rynku spadek cen transakcyjnych o -3,8% q/q). Ceny w Gdańsku najszybciej rosły również w dłuższym okresie. W porównaniu do cen z końca 2017 r. ceny transakcyjne wzrosły aż o 15,9%, natomiast porównując do cen sprzed 3 lat wzrosły o ponad 30% czyniąc Gdańsk miastem o najszybciej rosnących cenach mieszkań wśród analizowanych miast zarówno w krótkim jak i średnim okresie.

Na pozostałych rynkach najwyższy wzrost w ujęciu rok do roku odnotowano w Warszawie (+10,6% r/r) oraz we Wrocławiu (+9,2 r/r), a najniższy w Krakowie, co jednak nie oznacza, że był on niski bo wyniósł solidne 5,6% r/r. Uśredniając, ceny na analizowanych 5 rynkach wzrosły w 2018 r. o 9,94% r/r co w porównaniu ze wzrostem w 2017 r. równym 3,09% oraz w 2016 r. równym 2,77% jest wartością bardzo wysoką.

Warto również wspomnieć o kształtowaniu się cen ofertowych mieszkań na analizowanych rynkach, które są wyższe od późniejszych cen transakcyjnych. W 4Q ceny ofertowe najszybciej rosły w Krakowie (+4,9% q/q), a najwolniej we Wrocławiu (+1,2% q/q). Wskazuje to, że krakowscy deweloperzy próbują dogonić poziom wzrostu cen na pozostałych rynkach. Różnica pomiędzy ceną transakcyjną, a ofertową wyniosła na tym rynku w 4Q 2018 r. 3,4% i wzrosła z 1,8% w 3Q 2018 r. co wskazuje, że klienci nie akceptują tak dużego wzrostu i deweloperzy zmuszeni byli do stosowania wyższych rabatów.

## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkań w największych miastach



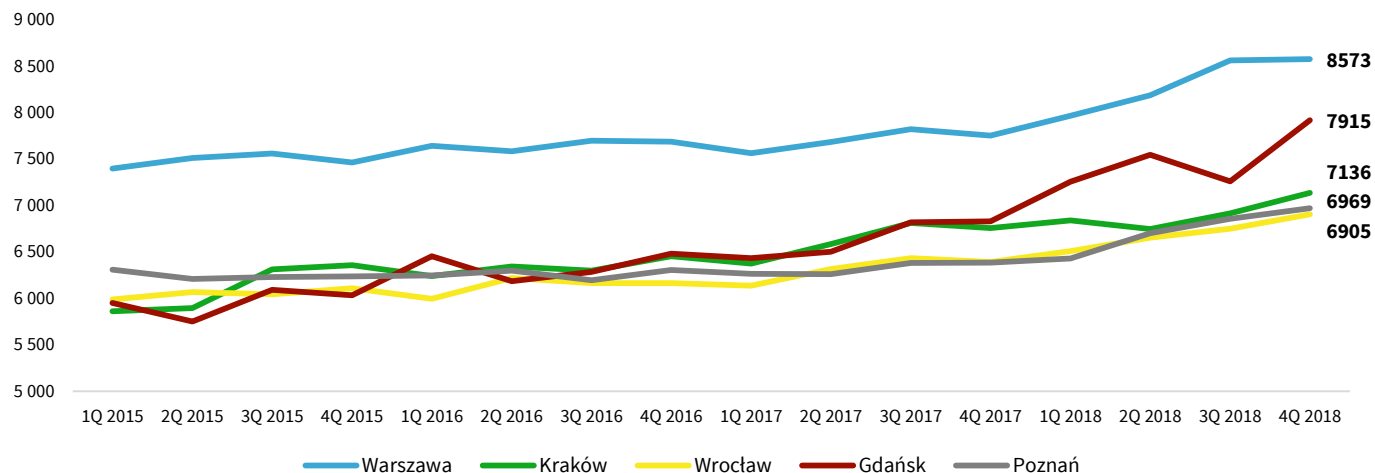
- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w 4Q 2018 r.
- Procentowa zmiana 4Q/3Q 2018 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2018/4Q 2017 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Największa różnica pomiędzy ceną ofertową, a transakcyjną utrzymuje się od 6 kwartałów w Gdańsku, w którym ceny ofertowe w 4Q 2018 r. były o 8% wyższe od cen transakcyjnych. Presja na wzrost cen pozostaje więc w Gdańsku cały czas silna.

Na pozostałych rynkach różnica pomiędzy ceną transakcyjną, a ofertową wyniosła 4,9% w Warszawie, 4,5% we Wrocławiu i 2,0% w Poznaniu.

## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym w największych miastach w Polsce



Źródło: NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Polska gospodarka w dalszym ciągu pozytywnie zaskakuje

Polska gospodarka zanotowała w 4Q 2018 r. wzrost PKB w wysokości 4,9% r/r natomiast w całym 2018 r. wyniósł on 5,1% i był to najszybszy wzrost od 2007 r. Jest to wynik istotnie lepszy od prognoz z początku 2018 r. które oscylowały w okolicach 4,0%. Marcowa projekcja NBP zakłada wzrost PKB w wysokości 4,0% w 2019 r. oraz 3,7% w 2020 r. Spodziewane jest więc zwolnienie dynamiki wzrostu PKB, jednak nadal Polska gospodarka powinna rozwijać się w tempie znacznie szybszym od europejskiej średniej.

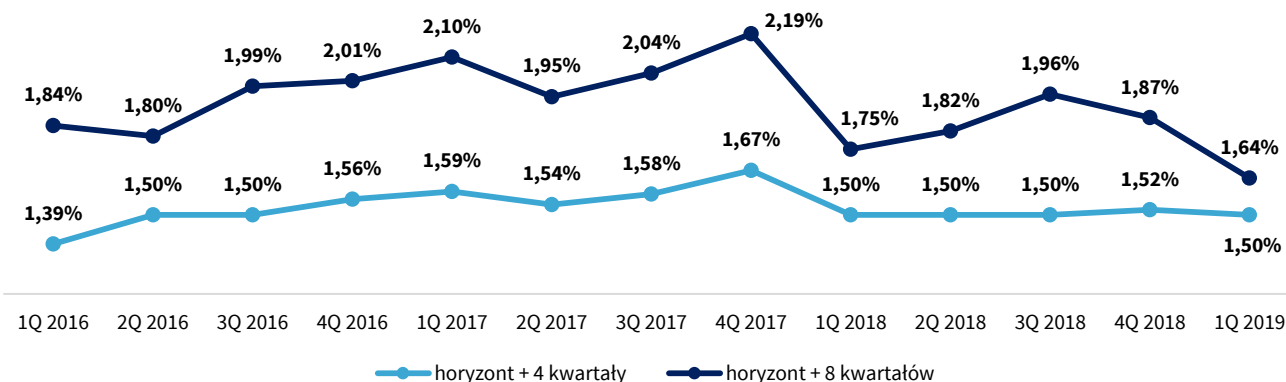
Na początku kwietnia Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że być może do końca kadencji tej Rady (2022 r.) nie będzie potrzeby zmiany poziomu stóp. Niepokojące w kontekście wzrostu stóp procentowych są jednak najnowsze odczyty inflacji, która w kwietniu wzrosła 2,2% r/r. Dla porównania w marcu było to 1,7% r/r, a w styczniu zaledwie 0,7% r/r. W związku z niespodziewanie szybko rosnącymi cenami

wśród analityków i komentatorów rosną niepokoje o to, czy RPP nie będzie jednak zmuszona aby rozważyć podwyższenie stóp w obecnym lub kolejnym roku.

Średnia marża kredytu hipotecznego spadła z 2,06% na koniec 3Q 2018 r. do 2,02% na koniec 4Q 2018 r. Średnia marża wybiła się więc z wąskiego pasma odchyień w granicach 2,04% - 2,07%, w którym była przez cały 2018 r. Tak niska marża kredytu ostatni raz obserwowana była na początku 2016 r.

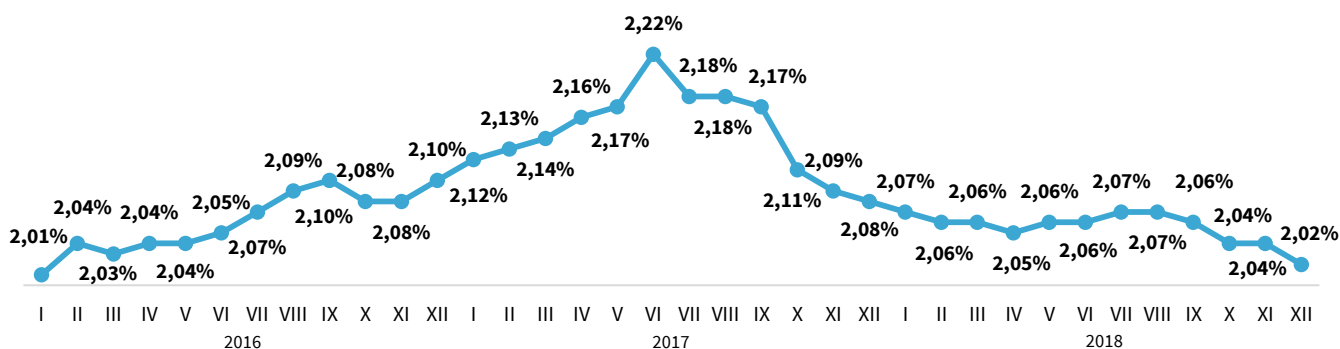
Liczba udzielonych kredytów hipotecznych wzrosła w 2018 r. w stosunku do roku poprzedniego o 11,52%, a łączna wartość kredytów hipotecznych udzielonych wzrosła o 20,81%. Dysproporcja wynikała z wyraźnego wzrostu średniej wartości kredytu (+8,33%), który wyniósł ponad 253 tys. zł. W 2019 r. prawdopodobne jest spowolnienie dynamiki akcji kredytowej z uwagi na obniżoną sprzedaż nowych mieszkań.

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



Źródło: NBP

### Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w latach 2016 – 3Q 2018



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 3/2018

### Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w latach 2014-2018

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2014	36,824	0,96%	174 087	-1,57%	211,5	2,57%
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 3/2018.

## Trwają prace nad nową ustawą deweloperską

Trwają prace nad projektem ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego oraz o Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym (tzw. ustawy deweloperskiej), której podstawowym celem jest zwiększenie efektywności ochrony nabywców w relacjach z deweloperem. Ustawa zmieni obowiązującą ustawę o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego.

W raporcie za 2Q oraz 3Q 2018 r. opisywaliśmy projekt przygotowany przez UOKiK, zakładający likwidację otwartych rachunków powierniczych, co było dużym zagrożeniem dla branży. Później wycofano się z tego pomysłu zastępując go powołaniem Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego, na rzecz którego deweloperzy będą regularnie odprowadzać składki. Pieniądze zgromadzone w funduszu miałyby być zabezpieczeniem dla klientów na wypadek upadłości dewelopera lub banku obsługującego jego rachunki. Wysokość składek wynosiłaby maksymalnie 1% od kwot wpłaconych na rachunki powiernicze zamknięte oraz maksymalnie 5% od kwot wpłaconych na rachunki powiernicze otwarte. UOKiK szacuje jednak, że wpłaty będą znacznie niższe, a ostateczna wysokość składek wynikałaby z rozporządzenia ministra. Niezależnie od tego jak wysokie będą składki pewne jest jednak, że nową opłatą deweloperzy będą próbowali przerzucić na klientów.

Nowelizacja ustawy ureguje również kwestię umów rezerwacyjnych. Zgodnie z projektem wysokość opłaty rezerwacyjnej nie będzie mogła przekraczać 1 proc. ceny

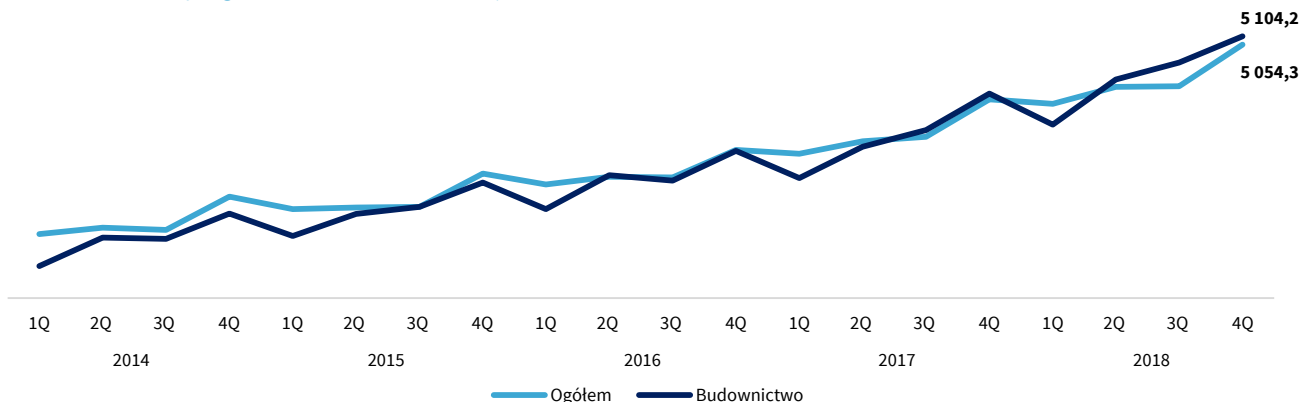
określonej w prospekcie emisyjnym. Co więcej, jeśli rezerwujący nie otrzyma pozytywnej decyzji kredytowej lub nie zostanie poinformowany o zmianie w prospekcie emisyjnym, opłata będzie zwracana. Na gruncie nowej ustawy planowane jest również zaostrzenie odpowiedzialności karnej dewelopera i jego pracowników poprzez rozszerzenie katalogu czynów zabronionych.

Pod koniec lutego projekt nowej ustawy został skierowany do Stałego Komitetu Rady Ministrów. Po przyjęciu przez rząd projekt trafi do Sejmu. Obowiązywać może zacząć już w przyszłym roku.

Od strony regulacyjnej zagrożeniem dla deweloperów pozostaje otwarcie Niemieckiego rynku pracy dla pracowników spoza Unii Europejskiej w 2020 r., które mogłoby skutkować odpływem za Odrę pracowników budowlanych z Ukrainy. Obawy są jednak mniejsze niż w poprzednich kwartałach ponieważ nowe niemieckie regulacje stawiają istotne wymagania dla potencjalnych pracowników tj. udokumentowane kwalifikacje, podstawowa znajomość języka niemieckiego oraz stan konta, który umożliwi utrzymanie się do czasu znalezienia stałej pracy.

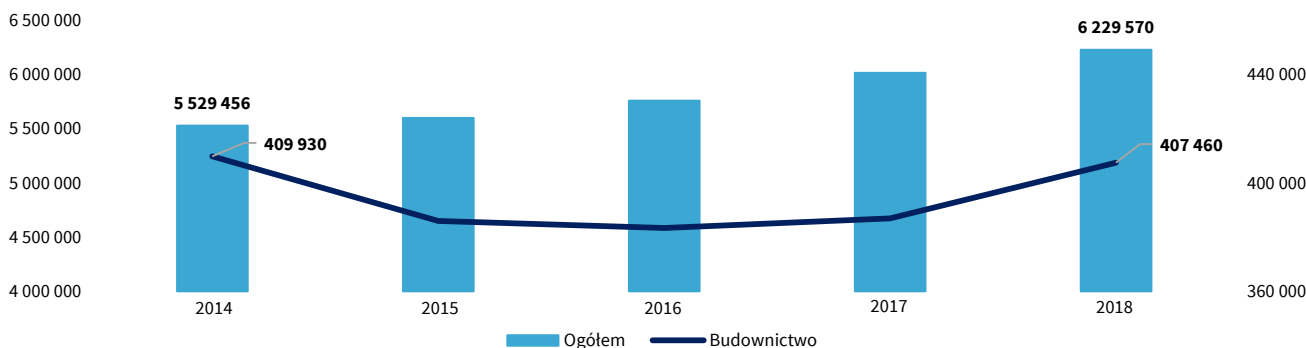
W przeciągu ostatniego roku płace w sektorze budowlanym wzrosły o ponad 7,4% i w 4Q 2018 r. były o 1% wyższe od płac w sektorze przedsiębiorstw ogółem. W 2018 r. wzrost liczby pracujących w sektorze budowlanym wyniósł 5,3%, przy wzroście w sektorze przedsiębiorstw ogółem w wysokości 3,5%.

## Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



## Spadek notowanych cen transakcyjnych gruntów w 2018 r.

Poniższe dane oraz wnioski opracowane zostały przez DM Navigator na podstawie publikowanych przez deweloperów raportów bieżących, dla których podano informacje na temat ceny zakupu gruntów oraz szacunków co do zabudowy danej działki (PUM). W przypadku braku podanej powierzchni użytkowej posłużyliśmy się liczbą podanych w raporcie mieszkań, a następnie tę wartość przemnożyliśmy przez 55 m<sup>2</sup>. Według danych REAS jest to średnia transakcyjna powierzchnia mieszkania w największych miastach w Polsce. Pragniemy podkreślić, że zestawienie nie jest kompletną bazą co do zakupów gruntów przez deweloperów z Catalyst, ponieważ niektóre firmy w ogóle nie raportują o tego typu zdarzeniach, a inne nie podają w komunikatach szacunków co do zabudowy. Należy mieć więc na uwadze, że z powodu relatywnie małej próby zaobserwowane średnie ceny mogą istotnie odchyłać się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji stąd publikujemy poniższe dane.

W 2018 r. odnotowaliśmy łącznie 20 raportów bieżących dotyczących zakupów gruntów (dla porównania w 2017 r. było ich 28). Z zebranych danych wynika, że w 2018 r. spadł stosunek ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania powierzchni użytkowej mieszkań w ujęciu rok do roku i to na każdym z analizowanych rynków. Naszym zdaniem spowodowane jest to jednak głównie faktem, iż ze względu na ogólny wzrost cen i wyprzedanie działek w atrakcyjnych lokalizacjach w 2018 r. emitenci raportowali o zakupach gruntów w mniej atrakcyjnych miejscach, które z natury są tańsze. Warto również mieć na uwadze, iż próba badawcza jest relatywnie mała. Szczegółowych raportów nie publikowali najwięksi deweloperzy jak Dom Development, który na zakupy gruntów przeznaczył w 2018 r. ok. 300 mln zł, Atal, który wydał na grunty ok. 197 mln zł czy Robyg, który wydał ponad 200 mln zł (szczegóły podał dla transakcji o wartości 100,6 mln zł). Grunty o wartości ponad 200 mln zł zakupił również Lokum Deweloper, a ok. 100 mln zł wydał J.W. Construction.

W pierwszych 4 miesiącach 2019 r. odnotowaliśmy jedynie 3 raporty dotyczące zakupów gruntu, w których deweloperzy podali szczegółowe wartości odnośnie planowanej zabudowy. Największą z tych transakcji jest warunkowa, przedwstępna umowa nabycia gruntu przez Lokum Deweloper pod budowę 500 lokali we Wrocławiu. Za dwie sąsiadujące nieruchomości deweloper zapłacił 20 mln zł. Znaczącą umowę podpisał również Ronson, który za 15 mln zł zakupił grunt w Warszawie pod budowę 157 mieszkań.

Ciekawą transakcją, dla której nie podano jednak ceny był zakup przez Euro Styl z grupy Dom Development 7 ha działki pod budowę 1200 lokali w Gdańsku, w bezpośrednim sąsiedztwie Europejskiego Centrum Solidarności. W całym 2019 r. Grupa Dom Development planuje wydać na grunty nawet ponad 500 mln zł. Między 100 a 200 mln zł na grunty planuje wydać Atal, ponad 100 mln zł chce wydać Archicom. Utrzymać bank ziemi planuje również Robyg co oznaczałoby zakupy gruntów za kwotę prawdopodobnie około 200 mln zł.

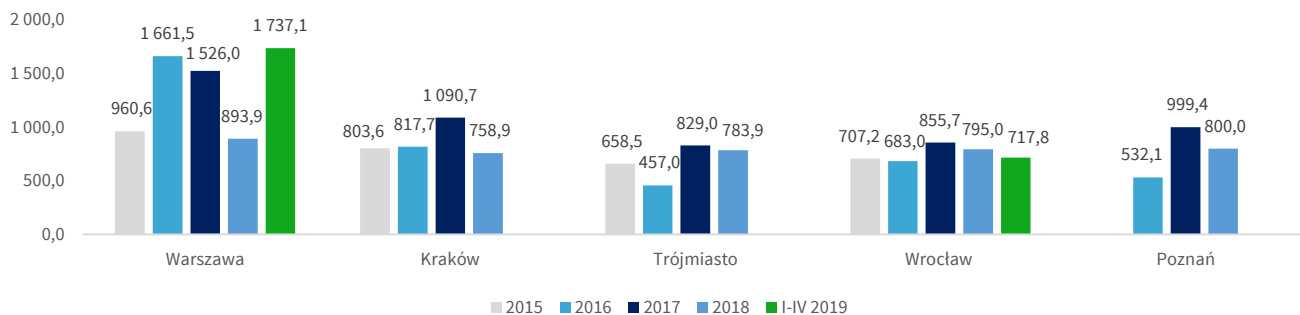
### Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	I-IV 2019
<b>Kraków</b>	<b>803,6</b>	<b>817,7</b>	<b>1090,7</b>	<b>758,9</b>	
Archicom		797,2	776,5		
LC Corp				758,9	
Lokum Deweloper	803,6	1071,0			
Murapol		631,1	1153,2		
<b>Poznań</b>		<b>532,1</b>	<b>999,4</b>	<b>800,0</b>	
Archicom				800,0	
Murapol		459,4	999,4		
Ronson		575,8			
<b>Warszawa</b>	<b>960,6</b>	<b>1661,5</b>	<b>1526,0</b>	<b>893,9</b>	<b>1737,1</b>
Dom Development		3236,4	2486,3		
LC Corp	1195,1				
Marvipol				3085,7	
Murapol		2177,1	1541,3	814,0	
Robyg	880,8	853,3	853,1	828,3	
Ronson				931,8	1737,1
<b>Wrocław</b>	<b>707,2</b>	<b>683,0</b>	<b>855,7</b>	<b>795,0</b>	<b>718,8</b>
Archicom	660,2	646,0	947,3	884,2	654,5
i2 Development	673,4	954,3	942,3	712,7	
LC Corp				761,3	
Lokum Deweloper		756,9			727,3
Murapol		672,7	716,2	631,9	
Vantage	909,1		767,7	1115,4	
<b>Trójmiasto</b>	<b>658,5</b>	<b>457,0</b>	<b>829,0</b>	<b>737,0</b>	
Archicom			927,3	757,6	
J.W.Construction			621,2		
JHM Development				565,3	
Marvipol			916,7		
Murapol		628,6	963,7		
Robyg	658,5	434,8		845,5	
<b>Średnia</b>	<b>834,6</b>	<b>827,9</b>	<b>1135,7</b>	<b>818,8</b>	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

<sup>1</sup> Średnia ważona możliwą do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkań (PUM).

### Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchni Użytkowej Mieszkania (PUM).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.



# Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 07.05.2019 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM <sup>1</sup>	Cena netto/PUM <sup>1</sup>
<b>WROCŁAW</b>						
<b>2015</b>						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	Krzyki	10 000 000	270	14 850	673
<b>SUMA</b>			<b>62 700 000</b>	<b>1 612</b>	<b>88 660</b>	<b>707</b>
<b>2016</b>						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
<b>SUMA</b>			<b>168 272 550</b>	<b>4 656</b>	<b>246 363</b>	<b>683</b>
<b>2017</b>						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
<b>SUMA</b>			<b>175 921 577</b>	<b>4 357</b>	<b>205 584</b>	<b>856</b>
<b>2018</b>						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	Iwiny	2 000 000	72	3 960	505
LC Corp	4Q 2018	Oltaszyn	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	6 500 000	120	6 000	1 083
<b>SUMA</b>			<b>90 583 000</b>	<b>2 229</b>	<b>113 945</b>	<b>795</b>
<b>2019</b>						
Archicom	1Q 2019	bd	2 700 000	75	4 125	655
Lokum Deweloper	2Q 2019	Zakrzów	20 000 000	500	27 500	727
<b>SUMA</b>			<b>22 700 000</b>	<b>575</b>	<b>31 625</b>	<b>718</b>
<b>WARSZAWA</b>						
<b>2015</b>						
Robyg	2Q 2015	Bemowo	72 600 000	1 600	88 000	825
Robyg	3Q 2015	Ursus	30 500 000	980	53 900	566
LC Corp	3Q 2015	Wola	76 250 000	1 160	63 800	1 195
Robyg	4Q 2015	Wilanów	52 200 000	650	35 750	1 460
Robyg	4Q 2015	Praga Południe	9 900 000	180	9 900	1 000
<b>SUMA</b>			<b>241 450 000</b>	<b>4 570</b>	<b>251 350</b>	<b>961</b>
<b>2016</b>						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
<b>SUMA</b>			<b>272 099 810</b>	<b>2 998</b>	<b>163 772</b>	<b>1 661</b>
<b>2017</b>						
Robyg	1Q 2017	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
<b>SUMA</b>			<b>364 263 024</b>	<b>4 470</b>	<b>238 698</b>	<b>1 526</b>
<b>2018</b>						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
<b>SUMA</b>			<b>220 800 000</b>	<b>4 740</b>	<b>247 011</b>	<b>894</b>
<b>2019</b>						
Ronson	1Q 2019	Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
<b>SUMA</b>			<b>15 000 000</b>	<b>157</b>	<b>8 635</b>	<b>1 737</b>

# Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 07.05.2019 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM <sup>1</sup>	Cena netto/PUM <sup>1</sup>
<b>TRÓJMIASTO</b>						
<b>2015</b>						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
	<b>SUMA</b>		<b>69 900 000</b>	<b>1 930</b>	<b>106 150</b>	<b>659</b>
<b>2016</b>						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
	<b>SUMA</b>		<b>113 561 560</b>	<b>4 634</b>	<b>248 500</b>	<b>457</b>
<b>2017</b>						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
	<b>SUMA</b>		<b>74 250 000</b>	<b>1 765</b>	<b>89 570</b>	<b>829</b>
<b>2018</b>						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
	<b>SUMA</b>		<b>29 184 000</b>	<b>720</b>	<b>39 600</b>	<b>737</b>
<b>KRAKÓW</b>						
<b>2015</b>						
Lokum Deweloper	3Q 2015	Podgórze	44 200 000	964	55 000	804
	<b>SUMA</b>		<b>44 200 000</b>	<b>964</b>	<b>55 000</b>	<b>804</b>
<b>2016</b>						
Lokum Deweloper	1Q 2016	Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	<b>SUMA</b>		<b>64 967 200</b>	<b>1 519</b>	<b>79 452</b>	<b>818</b>
<b>2017</b>						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowdrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	<b>SUMA</b>		<b>30 730 000</b>	<b>615</b>	<b>28 175</b>	<b>1 091</b>
<b>2018</b>						
LC Corp	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	<b>SUMA</b>		<b>48 000 000</b>	<b>1 150</b>	<b>63 250</b>	<b>759</b>
<b>POZNAŃ</b>						
<b>2016</b>						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	<b>SUMA</b>		<b>14 050 000</b>	<b>489</b>	<b>26 404</b>	<b>532</b>
<b>2017</b>						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	<b>SUMA</b>		<b>50 250 000</b>	<b>1 063</b>	<b>50 281</b>	<b>999</b>
<b>2018</b>						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
	<b>SUMA</b>		<b>8 800 000</b>	<b>200</b>	<b>11 000</b>	<b>800</b>

<sup>1</sup> Do wyliczenia PUM przyjęto średnią wielkość mieszkania o powierzchni 55 m<sup>2</sup>

Wartość PUM podana w raporcie bieżącym

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

# Sprzedaż lokali

## Niska sprzedaż w 1Q 2019 r. wynikiem mocno wyprzedanej oferty

W 1Q 2019 r. ujęci w niniejszym opracowaniu deweloperzy<sup>1,2</sup> sprzedali **4 477** lokali wobec 5 585 mieszkań w pierwszym kwartale ubiegłego roku (-19,8% r/r). 10 wśród 14 analizowanych podmiotów<sup>1</sup> odnotowało spadek kontraktacji, który naszym zdaniem w wielu przypadkach związany był z mocno wyprzedaną ofertą, która nie została dostatecznie uzupełniona. Wielu deweloperów w 1Q 2019 r. ponownie doświadczyło trudności związanych z otrzymaniem niezbędnych decyzji administracyjnych, co istotnie wpłynęło na kolejne przesunięcia harmonogramu przyszłych inwestycji. Na dzień dzisiejszy zakończenie okresu wyborczego nie skróciło czasu oczekiwania na wymagane pozwolenia.

Jesteśmy zdania, że po ostatnich dynamicznych wzrostach kosztów generalnego wykonawstwa, inflacja cen obecnie wyhamowała. Stabilizacja ma jednak miejsce na wysokich poziomach. Uważamy, że istotną przewagą rynkową determinującą realizację inwestycji zgodnie z planem budów jest posiadanie przez deweloperów w ramach grupy kapitałowej generalnego wykonawcy. Część spółek jako jeden z kluczowych problemów branży wskazuje na wciąż niską dostępność siły roboczej. Z informacji otrzymywanych od deweloperów wynika również, że doszło do ustabilizowania się cen gruntów, które w ostatnich kwartałach znacząco podrożały.

W naszej ocenie cały czas widoczny jest stabilny popyt na mieszkania, w szczególności na własny użytek. Część deweloperów zaczyna dostrzegać jednak wyhamowanie popytu inwestycyjnego. Jesteśmy zdania, że w kolejnych kwartałach nie należy spodziewać się spadku cen mieszkań. Zakładamy, że tempo wzrostu cen wyhamuje i zacznie się stabilizować.

## Dom Development ponownie liderem sprzedaży

W 1Q 2019 r. na szczególne wyróżnienie zasługuje **Victoria Dom**, która zdołała zakontraktować rekordowe w swojej historii 365 lokali (+89,1% r/r). Bardzo dobrą sprzedaż w pierwszym kwartale bieżącego roku odnotował również **Marvipol Development**. (302 lokale, +51,0% r/r) oraz **Archicom** (406 lokali, +58,0% r/r). Utrzymujący się popyt na mieszkania potwierdzają także osiągnięte w 1Q bieżącego roku wyniki największych

deweloperów. **Atal** odnotował sprzedaż na poziomie 717 lokali, co oznacza drugi najlepszy kwartalny wynik sprzedaży w historii Spółki. Z kolei **Dom Development** sprzedał 926 lokali, co stanowi najwyższy odczyt wśród analizowanych deweloperów.

## Ujemna sprzedaż Polnordu w 1Q bieżącego roku

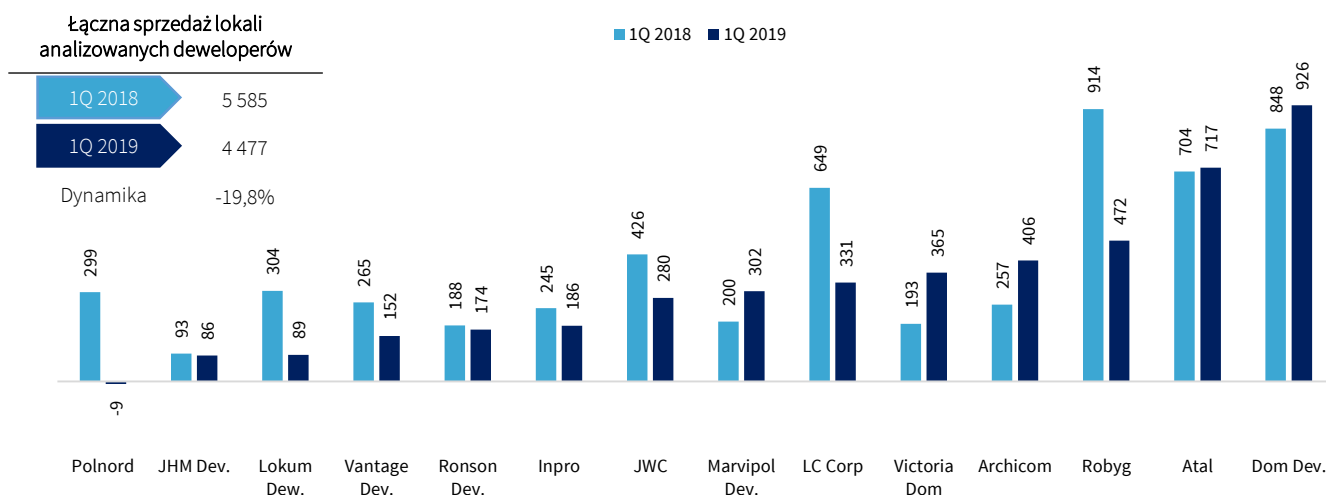
Najniższy wynik w 1Q 2019 r. osiągnął **Polnord**, który odnotował sprzedaż 95 lokali, odnotowując przy tym 104 anulacje umów zawartych w ubiegłym roku. Oznacza to, że w pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper odnotował ujemną sprzedaż, co jest niespotykane w branży.

Spadek sprzedaży w 1Q 2019 r. odnotował również **Lokum Deweloper** (89 lokali, -70,7% r/r). Grupa w wyniku niezrealizowania decyzji administracyjnych nie zdołała w ostatnim czasie wystarczająco odbudować liczby mieszkań w ofercie. W ostatnim czasie deweloper wprowadził do sprzedaży 98 lokali. Przedłużające się procedury administracyjne wpłynęły również na niski poziom sprzedaży **Grupy Robyga** w 1Q 2019 r. Deweloper w analizowanym okresie zakontraktował 472 mieszkania wobec 914 lokali w analogicznym okresie roku ubiegłego. Niski poziom kontraktacji wykazał również LC Corp, (331 lokali, -49,0%), który Zarząd dewelopera tłumaczy także z nieotrzymania niezbędnych pozwoleń.

## Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów

Jak co roku część analizowanych deweloperów opublikowała tegoroczne cele sprzedażowe, które w kilku przypadkach są niższe od ubiegłorocznych planów. W naszej ocenie osiągnięcie planu sprzedażowego przez niektórych deweloperów będzie zadaniem bardzo wymagającym. Przypominamy, że część podmiotów nie zdołała zrealizować ubiegłorocznego celu kontraktacji. Sądymy, że w bieżącym roku ambitny plan posiada **LC Corp, J.W. Construction** oraz **Robyga**.

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2018 r. oraz 1Q 2019 r.<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

<sup>2</sup> Bez uwzględnienia i2 Development ze względu na brak opublikowania wolumenu sprzedaży za 1Q 2019 r. na dzień publikacji niniejszego opracowania.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Sprzedaż i przekazania lokali

## Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2019 r.
Archicom	1300 - 1600
Atal	2 500
Dom Development	ok. 3 600
J.W. Construction	ok. 1 500
LC Corp	ok. 2 000
Lokum Deweloper	800
Marvipol Development	Dwucyfrowy (%) wzrost r/r.
Polnord	ok. 570 (ważona udziałem Polnord)
Robyg	ok. 2 700
Ronson Development	800
Vantage Development	ok. 900

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

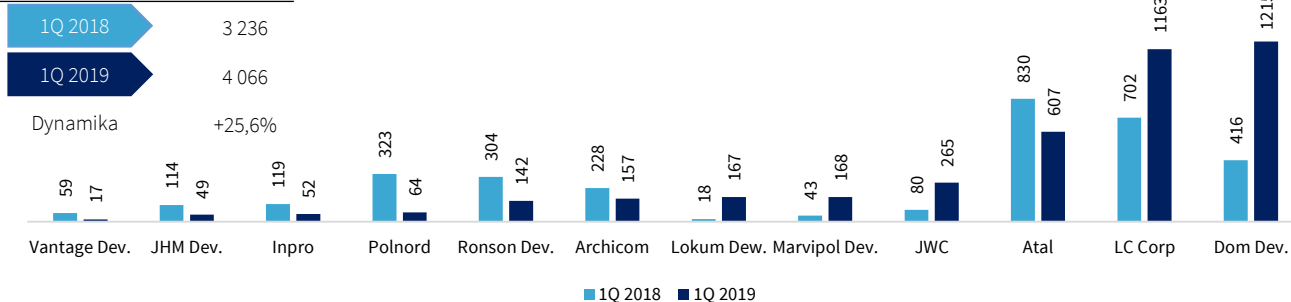
## Bardzo wysoka liczba przekazania w 1Q 2019 r.

W 1Q bieżącego roku ujęci w raporcie deweloperzy<sup>1,2,3</sup> przekazali **4 066** mieszkań wobec 3 236 lokali w analogicznym okresie roku ubiegłego (+25,6% r/r). Wysoki poziom przekazania w 1Q 2019 r. jest konsekwencją bardzo dobrej sprzedaży lokali w rekordowym kwartale roku 2017 r. i zaprzeczeniem tendencji, w której 1Q roku z reguły cechował się niskim poziomem rozpoznania lokali w wynikach deweloperów. Możliwy jest scenariusz, w którym większa część przekazania będzie miała miejsce w pierwszej połowie 2019 r.

Wśród analizowanych podmiotów rekordowy wolumen rozpoznania lokali w wyniku osiągnął w 1Q bieżącego roku **Dom Development**. Deweloper przekazał klientom 1 215 mieszkań (192,1% r/r). Szacunek rozpoznania Grupy na cały 2019 r. wynosi ok. 3,5 tys. lokali. Historyczny odczyt odnotował w pierwszym kwartale roku również **LC Corp**, który przekazał 1 163 mieszkania. Wysoki wolumen jest konsekwencją przesunięcia harmonogramu części inwestycji. W bieżącym roku deweloper zamierza rozpoznać w wyniku ok. 2 tys. lokali. Skokowy wzrost poziomu przekazania w 1Q 2019 r. odnotowali również **Lokum Deweloper** (167 lokali, +827,8% r/r), **Marvipol** (168 lokali, +290,7% r/r) oraz **J.W. Construction** (265 lokali, +231,3% r/r). Z kolei najniższy poziom rozpoznania w 1Q 2019 r. osiągnął **Vantage Development** (17 lokali, -71,2% r/r).

## Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2019 r. oraz 1Q 2018 r.<sup>1,2,3</sup>

### Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów



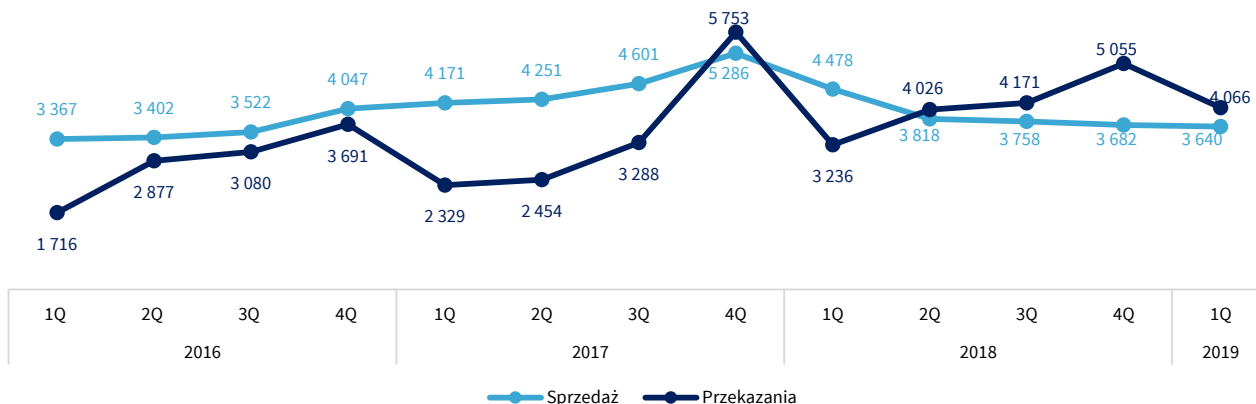
<sup>1</sup> Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

<sup>2</sup> Bez uwzględnienia i2 Development ze względu na brak opublikowania wolumenu sprzedaży za 1Q 2019 r. na dzień publikacji niniejszego opracowania.

<sup>3</sup> Bez uwzględnienia Robyg, Victoria Dom oraz i2 Development ze względu na brak publikowania poziomu przekazania.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

## Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w okresie 2016-1Q 2019 r.<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> Dane z wyłączeniem i2 Development, Robyg oraz Victoria Dom ze względu na brak porównywalnych danych w zakresie poziomu przekazania.

<sup>2</sup> Dane sprzedażowe zaprezentowane w poszczególnych kwartałach mogą być rozbieżne w stosunku do faktycznych wartości osiągniętych w danym okresie. Możliwe różnice są konsekwencją m.in. rezygnacji z umów oraz przesunięć pomiędzy kwartałami (weryfikacja kontraktacji ma miejsce po wpływie oryginałów umów z biur sprzedaży do centrali spółek)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Wzrost udziału obligacji w strukturze finansowania analizowanych deweloperów

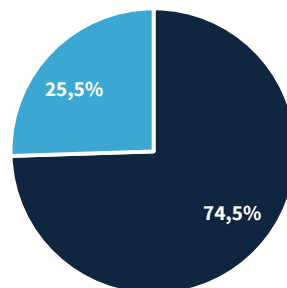
Na koniec 2018 r. łączny poziom długu finansowego analizowanych w raporcie deweloperów osiągnął wartość **4,5 mld PLN**, co oznacza wzrost o 116,3 mln PLN (+2,7%) w stosunku do 2017 r. W ubiegłym roku ujęte w niniejszym opracowaniu spółki zwiększyły zadłużenie z tytułu emisji obligacji o 336,2 mln PLN (+11,1% r/r), redukując jednocześnie poziom długu bankowego (i pozostałych zobowiązań finansowych) o 219,9 mln PLN (-16,1% r/r). Na koniec 2018 r. deweloperzy wykazali saldo środków pieniężnych (wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych) na poziomie 1,8 mld PLN (-61,2 mln PLN r/r), co oznacza wartość zbliżoną do stanu ubiegłorocznego. Na dzień 31 grudnia 2018 r. dług netto analizowanych w raporcie deweloperów wyniósł łącznie **2,7 mld PLN** w stosunku do 2,5 mld PLN w 2017 r. (+177,5 mln PLN r/r).

Na koniec 2018 r. udział obligacji w strukturze finansowania obcego analizowanych deweloperów wyniósł 74,5% w stosunku do 68,8% w 2017. Oznacza to, że ujęte w niniejszym opracowaniu podmioty kolejny rok z rzędu zwiększały zadłużenie z tytułu emisji obligacji kosztem finansowania bankowego. Spadek udziału finansowania bankowego należy tłumaczyć m.in.:

- niechęcią sektora bankowego do finansowania rozbudowy banku ziemi;
- mniejszą elastycznością finansowania w stosunku do emisji obligacji.

Jesteśmy zdania, że w bieżącym roku analizowani w raporcie deweloperzy będą starać się utrzymać wartość zadłużenia finansowego na poziomie zbliżonym do tego z końca 2018 r. Uważamy również, że znaczna część ujętych w niniejszym opracowaniu podmiotów posiada zdrowe fundamenty, które umożliwią pozyskiwanie nowego kapitału dłużnego na bardziej wymagającym niż przed aferą GetBack rynku długu korporacyjnego.

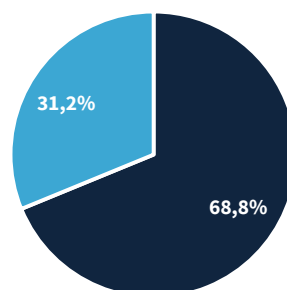
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2018 r.<sup>1</sup>



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

<sup>1</sup>Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

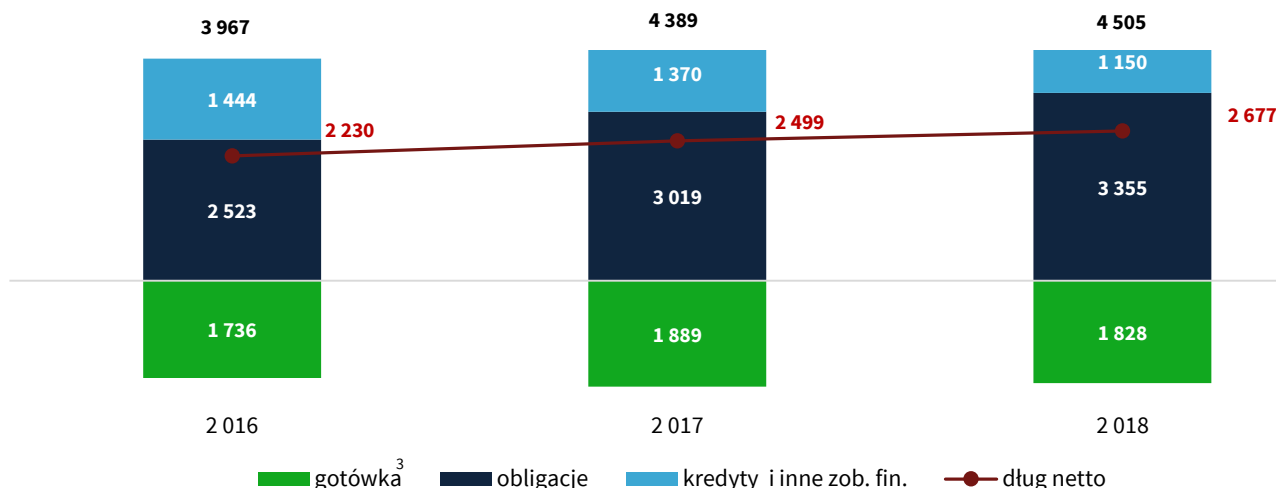
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2017 r.



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2016 - 2018 (w mln zł) <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

<sup>3</sup> Wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Atal i Grupa Robyg kończą 2018 r. z najwyższymi poziomami zadłużenia finansowego netto.

Na koniec 2018 r. najwyższy poziom długu finansowego netto posiadał **Atal** (+145,6 mln PLN r/r). W ubiegłym roku deweloper znacznie uszczuplił saldo środków pieniężnych (-100,7 mln PLN) do poziomu 29,2 mln PLN (wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych), co w dużej mierze było związane z wypłatą dywidendy. Dodatkowo, Spółka zwiększyła w 2018 r. zadłużenie z tytułu emisji obligacji o 52,3 mln PLN w stosunku do grudnia 2017 r. Pomimo widocznego wzrostu wskaźnika dług netto / kapitał własny w 2018 r. do poziomu 0,58x w stosunku do 0,44x na koniec 2017 r. uważamy, że deweloper nie powinien mieć problemu z obsługą bieżącego długu oraz zaciąganiem nowych zobowiązań finansowych.

Z kolei najniższy poziom długu finansowego netto na koniec 2018 r. wykazał **Lokum Deweloper** (34,8 mln PLN), który zgodnie z zapowiedziami Zarządu Grupy istotnie zredukował poziom zadłużenia finansowego w drugiej połowie ubiegłego roku. Na dzień 31.12.2018 r. poziom długu netto wyniósł 34,8 mln PLN, co oznacza, że deweloper kolejny rok z rzędu kończy z niskim poziomem zadłużenia (DN/KW = 0,10x).

Po 3Q 2018 r. najniższy poziom zadłużenia odsetkowego netto wykazał **Vantage Development** (9,9 mln PLN), który w 4Q mocno uszczuplił jednak saldo środków pieniężnych, m.in. poprzez wypłatę dywidendy nadzwyczajnej w wysokości 0,23 PLN na akcję. Na koniec grudnia ubiegłego roku deweloper posiadał dług netto na poziomie 100,2 mln PLN, co w dalszym ciągu oznacza znaczny spadek w stosunku do końca 2017 r. (142,4 mln PLN). W dalszym ciągu podtrzymujemy naszą opinię dotyczącą komfortowej struktury zapadalności długu finansowego Vantage Development.

Niski poziom długu odsetkowego netto na koniec 2018 r. odnotował również **JHM Development**. W ubiegłym roku kapitał własny dewelopera finansował 73,6% działalności Spółki.

Bezpieczne poziomy wskaźników zadłużenia w 2018 r. tradycyjnie zachował również **Dom Development** (DN/KW = 0,11x).

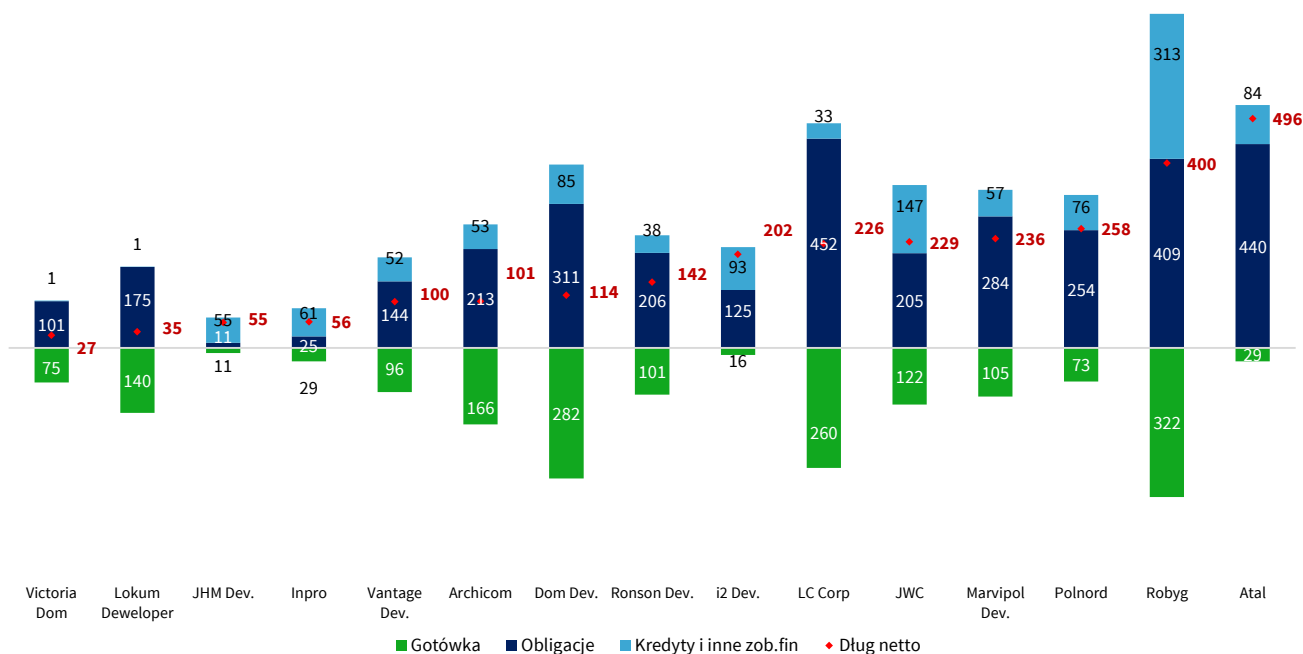
W naszym zestawieniu najwyższy poziom zadłużenia liczonego wskaźnikiem DN/KW odnotował na koniec 2018 r. **Marvipol Development**, dla którego odczyt w segmencie mieszkaniowym wyniósł 1,32x w stosunku do 0,57x w stosunku do 2017 r. Istotny wzrost jest związany z metodyką prezentowania przez dewelopera sytuacji finansowej segmentu mieszkaniowego oraz magazynowego. Grupa konsoliduje sektor magazynowy zgodnie z metodą praw własności (realizacja projektów w formule joint venture), a w efekcie przypisuje prawie cały dług finansowy do segmentu mieszkaniowego, co w naszej ocenie uniemożliwia klarowne wydzielenie struktury finansowania poszczególnych segmentów.

Kolejny kwartał z rzędu blisko naruszenia kowenantów zawartych w warunkach emisji obligacji (WEO) był **i2 Development**. Wyliczany zgodnie z WEO odczyt DN/KW wyniósł na koniec ubiegłego roku 0,68x wobec limitu ustalonego na 0,70x. W bieżącym roku Grupa jest zobowiązana do wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej w wysokości 25,0 mln PLN. Deweloper wciąż posiada ważny do 25 maja bieżącego roku program emisji obligacji do kwoty 100,0 mln PLN, jednak nie spodziewamy się, aby do tego czasu Grupa uplasowała nową serię.

Duża liczba deweloperów, w tym: **LC Corp, Polnord, Ronson Development, J.W. Construction** czy też **Inpro** zakończyło ubiegły rok na podobnym poziomie zadłużenia (liczonym wskaźnikiem DN/KW) co w 2017 r.

Metodyka wyliczenia długu netto oraz wskaźników zadłużenia została przedstawiona na 33 stronie niniejszego opracowania.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2018 r. (w mln zł)<sup>1,2</sup>



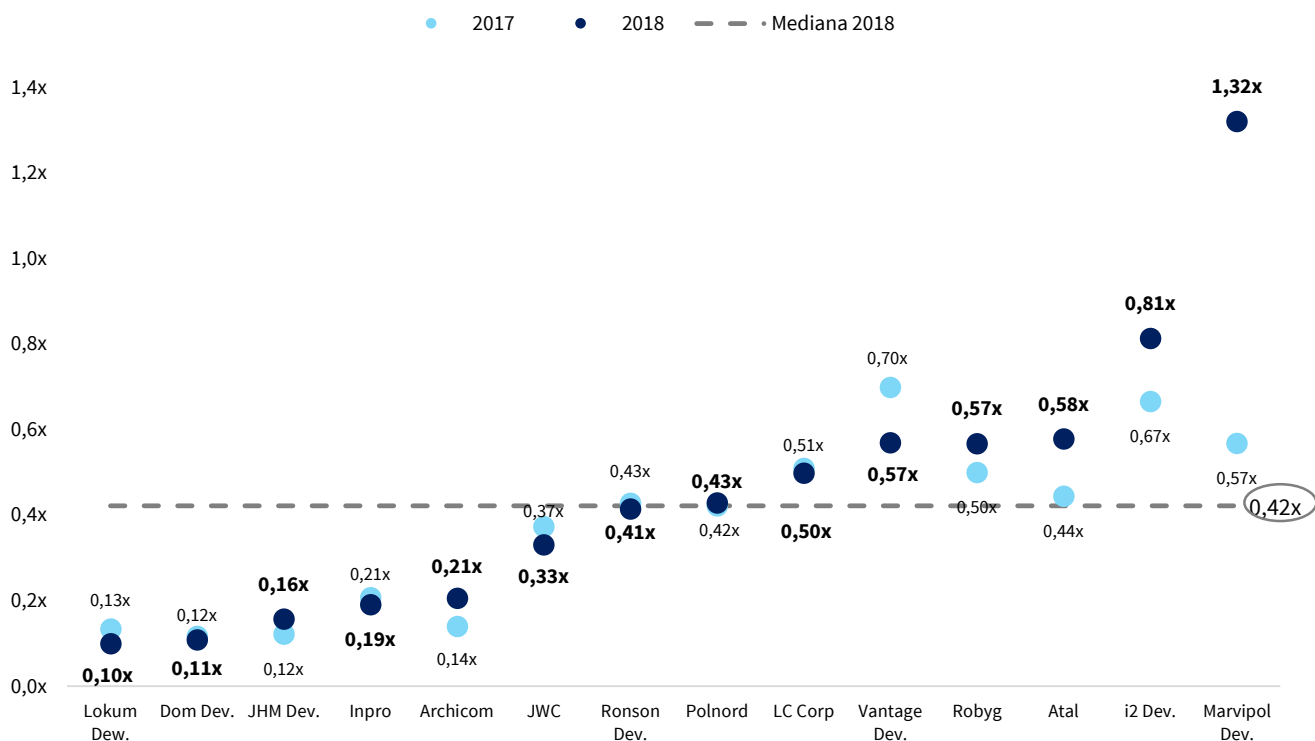
<sup>1</sup> W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

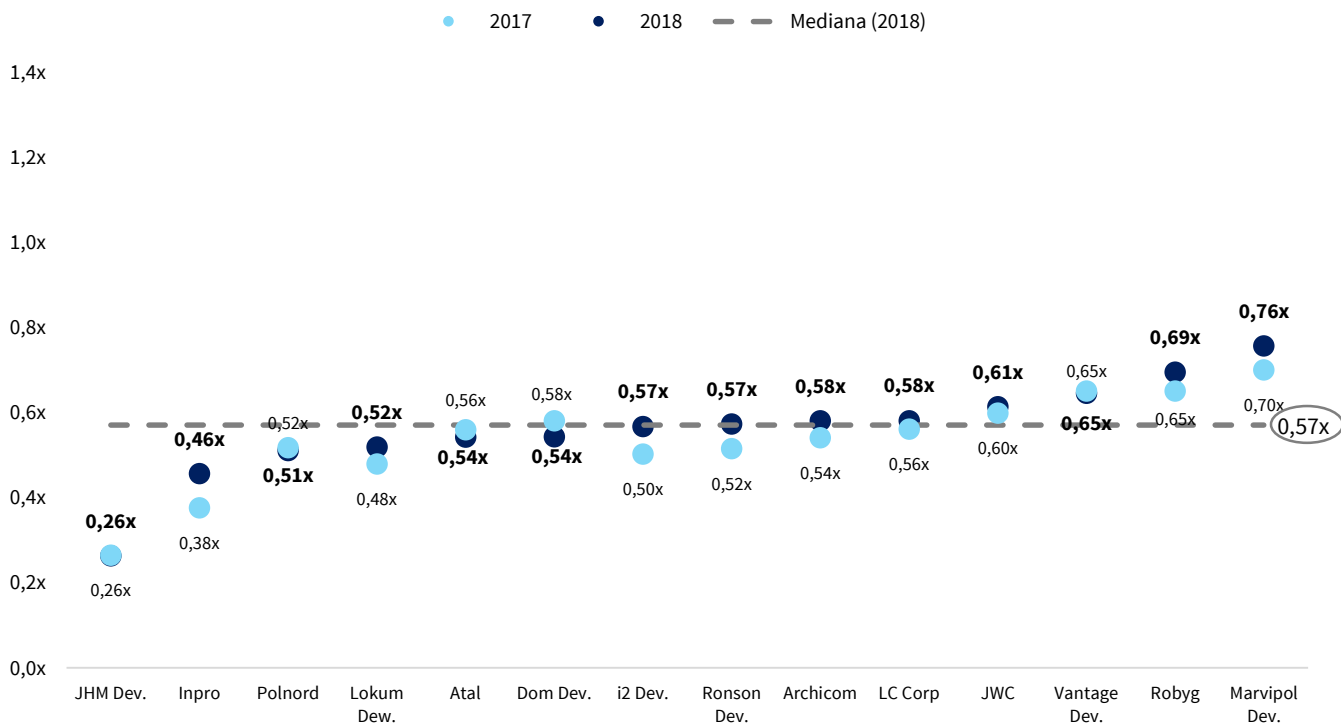
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 2018 r. <sup>1,2</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 2018 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> Z wyłączeniem Victoria Dom ze względu na brak upublicznienia danych finansowych za 2018 r. na dzień publikacji niniejszego raportu.

<sup>2</sup> W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.



# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Pierwsze miesiące 2019 r. pod znakiem znikomej aktywności deweloperów mieszkaniowych na rynku długu korporacyjnego.

Pierwsze miesiące bieżącego roku charakteryzowały się bardzo niską aktywnością analizowanych przez nas deweloperów na rynku długu korporacyjnego. Do dnia publikacji niniejszego raportu jedynie 3 z 15 analizowanych spółek zdecydowało się na przeprowadzenie emisji obligacji, pozyskując w ten sposób łącznie **177,8 mln PLN**. W tym samym czasie analizowane przez nas podmioty dokonały wykupów na łączną kwotę **187,4 mln PLN**. Oznacza to, że w pierwszych miesiącach 2019 r. pozyskany przez analizowane spółki nowy kapitał nie przekroczył poziomu wymagalnych w tym samym okresie zobowiązań z tytułu emisji obligacji. W bieżącym roku analizowane przez nas podmioty są zobowiązane do wykupu **580,0 mln PLN**, zaś łączny outstanding do końca 2023 roku wynosi ponad **3,3 mld PLN**. W naszej ocenie możliwy jest scenariusz, w którym tegoroczny poziom wykupów przekroczy wartość nowych emisji. Dodatkowo, jesteśmy zdania, że większość z ujętych w raporcie deweloperów nie będzie mieć problemu z terminową obsługą zapadającego w tym roku długu obligacyjnego. Sądzymy jednak, że w przypadku Polnord oraz i2 Development będzie to zadaniem bardziej wymagającym.

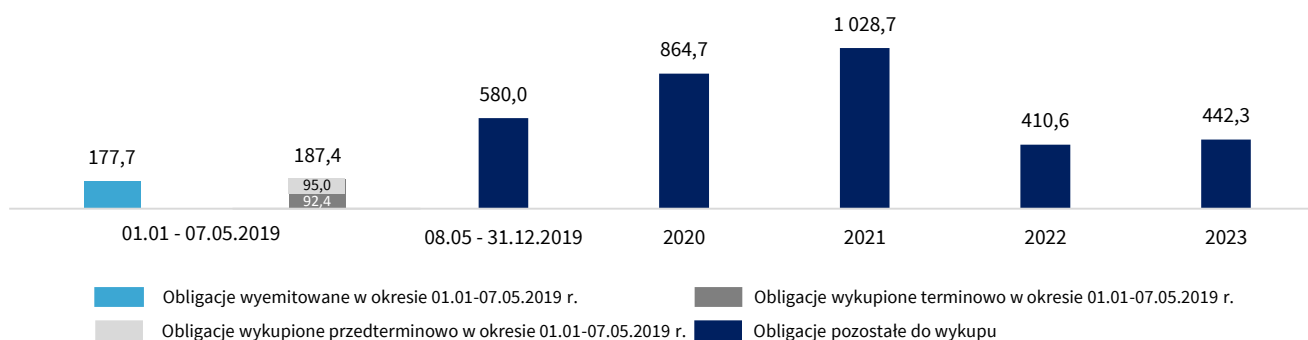
Rynek obligacji korporacyjnych nie zdołał jeszcze w pełni otrząsnąć się ubiegłorocznej aferze GetBack. W naszej ocenie dzisiejszy rynek jest znacznie trudniejszy dla emitentów, którzy muszą zaakceptować wyższe niż w ubiegłych latach oczekiwania inwestorów. Pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji wiąże się obecnie z wyższym niż w poprzednich latach kosztem. Dodatkowo inwestorzy coraz częściej oczekują bardziej restrykcyjnych kowenantów oraz dążą do zapieczenia emisji. Ostatnio popularny staje się również mechanizm okresowej amortyzacji obligacji.

W naszej ocenie trudniejszy rynek obligacji korporacyjnych skutkował zwiększeniem zainteresowania deweloperów finansowaniem bankowym. Jesteśmy jednak zdania, że coraz większa liczba podmiotów zaczyna akceptować nową sytuację na rynku obligacji korporacyjnych, co powinno skutkować zwiększeniem aktywności deweloperów w zakresie plasowania kolejnych emisji (w szczególności refinansujących).

Uważamy, że polskiemu rynkowi kapitałowemu nie sprzyja niepewność związana z wprowadzeniem zmian legislacyjnych związanych ze zmianą ustawy o ofercie, której projekt wciąż jest w fazie konsultacji. Projektowane zmiany zakładają ograniczenie ofert prywatnych do 149 adresatów rocznie. Zmiany dotkną głównie emitentów oferujących obligacje w licznych w ciągu roku ofertach prywatnych kierowanych do inwestorów indywidualnych, a takich firm na rynku nie brakuje. Wydaje się jednak, że zmiany nie będą miały istotnego wpływu na analizowanych deweloperów, którzy ze swoimi ofertami obligacji wychodzą głównie do inwestorów instytucjonalnych.

Pozytywny jest fakt, że po fali umorzeń jednostek uczestnictwa (certyfikatów inwestycyjnych), które w drugiej połowie ubiegłego roku mocno uszczupliły aktywa funduszy aktywnych na rynku długu obligacyjnego, od początku 2019 r. mamy zmianę negatywnej tendencji. W bieżącym roku widzimy lekki, jednak powtarzalnym napływ nowego kapitału na rynek. Oznacza to, że inwestorzy małymi krokami zaczynają odzyskiwać zaufanie do obligacji korporacyjnych. Nowy kapitał powinien stymulować ożywienie na rynku pierwotnym.

## Zapadalność obligacji deweloperów w latach 2019 – 2023 (w mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów i raportów bieżących.

## Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2019 r.

Deweloper	Data emisji	Uplasowana wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	styczeń 2019	32,3	4,0	WIBOR 6M + 3,50%	Tak
Atal	kwiecień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Vantage Dev.	kwiecień 2019	45,4	3,5	WIBOR 6M + 4,70%	Nie
<b>Suma</b>		<b>177,7</b>			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów i raportów bieżących.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Od początku 2019 r. najwięcej kapitału poprzez emisję obligacji korporacyjnych pozyskał **Atal**. Pod koniec marca bieżącego roku deweloper poinformował o podjęciu uchwały dotyczącej podwyższenia programu emisji obligacji z 80,0 mln PLN do kwoty 170,0 mln PLN (w ramach programu Spółka pozyskała już 70,0 mln PLN poprzez ubiegłoroczną serię AM). W kwietniu bieżącego roku Atal uplasował dwuletnią **serię AP** o wartości **100,0 mln PLN**. Deweloper zdołał utrzymać koszt pozyskania kapitału, który dla najnowszej serii – tak jak w przypadku serii AM – wyniósł WIBOR 6M + 1,90%. W naszej ocenie pozyskanie 100,0 mln PLN jest potwierdzeniem dobrej kondycji finansowej Spółki oraz zdobytego w ubiegłych latach zaufania inwestorów. Na dzień publikacji niniejszego raportu Atal posiadał najwyższy wśród analizowanych deweloperów outstanding wyemitowanych obligacji. Spółka jest zobowiązana do 2023 r. wykupić papiery o łącznej wartości 490,3 mln PLN. Warto podkreślić, że 130,3 mln PLN tej kwoty stanowią obligacje, które zostały objęte przez podmioty powiązane.

Kolejnym podmiotem, który w 2019 r. zdecydował się na pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji był **Vantage Development**. Spółka w kwietniu bieżącego roku uplasowała **serię T** o łącznej wartości nominalnej w wysokości **45,4 mln PLN**. Oprocentowanie nowej 3,5 – letniej serii ustalono na WIBOR 6M + 4,70%, co oznacza, że Spółka znacząco podwyższyła kupon. Na początku ubiegłego roku, deweloper uplasował 3,5 – letnią serię S z oprocentowaniem na poziomie WIBOR 3M + 4,00%. Również w kwietniu Vantage Development nabył w celu umorzenia obligacje serii O, o łącznej wartości nominalnej 20,0 mln PLN. Jednostkowa cena nabycia jednej obligacji wyniosła 102,44 PLN.

Pod koniec stycznia 2019 r. **Ronson Development SE** w wyniku emisji obligacji **serii U** pozyskał **32,3 mln PLN**. Wielkość oferty nie została upubliczniona, jednak w listopadzie ubiegłego roku dyrektor finansowy dewelopera szacował wartość potencjalnej transakcji na 30 – 50 mln PLN. Spółka zdołała utrzymać oprocentowanie w stosunku do poprzedniej emisji (maj 2018 – seria T). Było to jednak możliwe dzięki ustanowieniu zabezpieczenia (hipoteka do kwoty 48,5 mln PLN). Dodatkowo, obligacje nowej serii będą podlegać obowiązkowej amortyzacji pod koniec stycznia 2021 r. oraz 2022 r. poprzez obniżenie wartości nominalnej każdej obligacji w kwocie 150 PLN.

Spółką, która posiada drugi najwyższy outstanding obligacji jest **LC Corp**, który na koniec 2018 r. wynosił 450,0 mln PLN zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji. W czerwcu bieżącego roku Spółka jest zobowiązana do wykupu długu o wartości nominalnej 50,0 mln PLN. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Zarządu Spółki, deweloper jest już w trakcie przygotowywania dokumentacji emisyjnej serii refinansującej.

Spodziewamy się również, że **Marvipol Development** prowadzi obecnie działania dążące do refinansowania serii S, której obligacje o wartości 60,0 mln PLN zapadają w sierpniu 2019 r. Jeżeli Spółka nie zdoła zrefinansować zadłużenia nową serią obligacji, to w naszej ocenie nie powinna mieć problemu spłaty długu przy wykorzystaniu środków własnych.

W 3Q i 4Q 2019 r. zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej 136,8 mln PLN będzie **Polnord**. Biorąc pod uwagę ostatnie wyniki finansowe Spółki oraz najbliższy harmonogram inwestycji, jesteśmy zdania, że terminowa obsługa zadłużenia środkami wygenerowanymi z przepływów z podstawowej działalności operacyjnej jest mało prawdopodobna. W naszej ocenie deweloper będzie dążyć do refinansowania zadłużenia nową serią obligacji, co powinno być zadaniem wymagającym.

Sądzymy, że refinansowanie zadłużenia będzie również niełatwym zadaniem w przypadku **i2 Development**, które w drugiej połowie bieżącego roku będzie zobowiązane do spłaty 25,0 mln PLN.

Największy w 2019 r. wykup obligacji został przeprowadzony przez **Lokum Deweloper**. Spółka w marcu bieżącego roku zdecydowała się przedterminowo spłacić zobowiązanie z tytułu emisji obligacji **serii D** o wartości nominalnej **75,0 mln PLN**. Realizacja całościowego wykupu była możliwa dzięki dobremu w wykonaniu Lokum Deweloper 2018 r., który skutkowało zgromadzeniem przez dewelopera znaczących nadwyżek finansowych. Na dzień publikacji niniejszego raportu Grupa posiadała jedną aktywną serię obligacji o wartości nominalnej 100,0 mln PLN.

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie od 8 maja 2019 r. do końca 2023 (w mln zł)

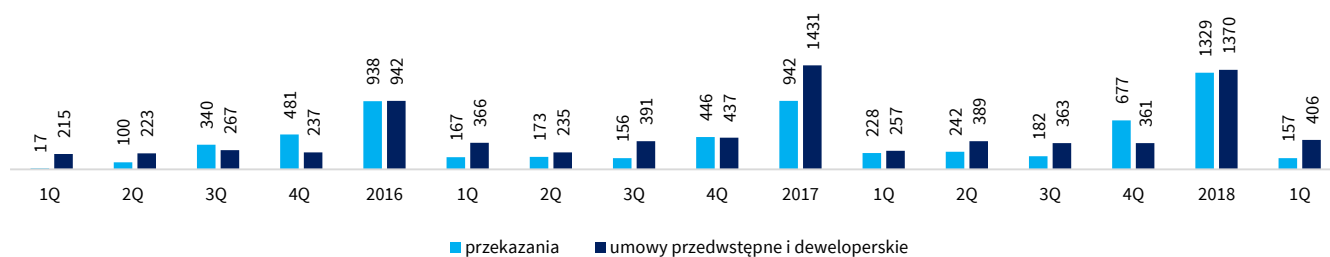
Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1Q 2019	2Q 2019	1Q 2019	2Q 2019	2019	2020	2021	2022	2023	
Atal	0,0	100,0	44,5	0,0	174,0	146,3	170,0	0,0	0,0	490,3 <sup>1</sup>
LC Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	99,0	140,0	161,0	0,0	450,0
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	405,3
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	310,0
Marvipol	0,0	0,0	12,0	0,0	60,0	114,0	80,1	16,0	0,0	270,1
Polnord	0,0	0,0	0,0	0,0	136,8	43,2	76,8	0,0	0,0	256,8
Archicom	0,0	0,0	0,0	0,4	48,5	73,3	22,9	68,2	0,0	213,0
Ronson	32,3	0,0	10,0	25,5	14,5	35,0	70,0	50,0	32,3	201,8
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	0,0	70,3	128,8	0,0	0,0	0,0	199,1
Vantage Development	0,0	45,4	0,0	20,0	0,0	45,0	79,0	45,4	0,0	169,4
i2 Development	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	60,1	39,0	0,0	0,0	124,1
Victoria Dom	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	61,1	20,0	0,0	101,1
Lokum Deweloper	0,0	0,0	75,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	9,6	0,0	0,0	10,5
<b>Razem</b>	<b>32,3</b>	<b>145,4</b>	<b>141,5</b>	<b>45,9</b>	<b>580,0</b>	<b>864,7</b>	<b>1 028,7</b>	<b>410,6</b>	<b>442,3</b>	<b>3 326,4</b>

<sup>1</sup> W tym ok. 130 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane.

## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Archicom zakontraktował 406 lokali wobec 257 mieszkań w analogicznym okresie 2018 r. i osiągnął jeden z najwyższych kwartalnych wyników sprzedażowych w historii Grupy. Wysoki poziom sprzedaży w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku związany był z dużym popytem na mieszkania powstałe na wrocławskich osiedlach Olimpia Port oraz Forma. Celem zarządu Grupy jest osiągnięcie kontraktacji na poziomie 1 300 – 1 600 mieszkań w 2019 r.
- W pierwszym kwartale 2019 r. Grupa Archicom wydała klientom 157 lokali, co oznacza 31,1% spadek r/r. Celem zarządu Grupy jest przekazanie w 2019 r. 1 500 – 1 600 mieszkań.
- W 1Q 2019 r. Archicom wprowadził do oferty 427 mieszkania i tym samym na koniec marca 2019 r. Grupa posiadała 1 842 lokale w ofercie (w tym 278 gotowych). W ofercie Archicom znajduje się 2 563 lokali z terminem zakończenia budowy w 2019 i 2020 r., z czego 42,1% mieszkań zostało już zakontraktowanych.
- Na dzień 31 marca bieżącego roku Archicom posiadał zabezpieczony bank ziemi umożliwiający budowę 5 641 lokali, z czego 3 773 we Wrocławiu. Grupa zamierza w przyszłości pracować nad większą dywersyfikacją geograficzną prowadzonej działalności.
- W marcu 2019 r. Grupa otrzymała pozwolenie na użytkowanie budynku biurowego City One (12 tys. GLA). Na dzień 31.03.2019 r. poziom komercjalizacji biurowca wynosił 60%. Dodatkowo, Grupa podpisała listy intencyjne na wynajem kolejnych 30% powierzchni. Zakończenie drugiego etapu City Forum (12 tys. GLA) planowane jest na 2H 2020 r. Drugi z kompleksów posiadanych przez Grupę - West Forum 1A na koniec marca 2019 r. był skomercjalizowany w ok. 80%.

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

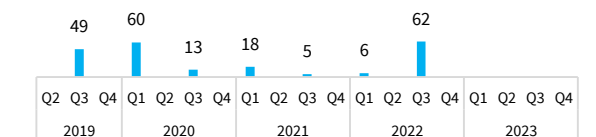


## Finanse

- Działalność deweloperska Grupy (stanowiąca 98,3% przychodów Archicom) osiągnięta w 2018 r. sprzedaż na poziomie 476,5 mln PLN, co oznacza 46,7% wzrost r/r. Średnia wartość rozpoznanego w wyniku 2018 r. mieszkania osiągnęła poziom 358,5 tys. PLN wobec 344,7 tys. PLN w 2017 r.
- Należy odnotować, że pomimo rosnących kosztów wykonawstwa, Grupa Archicom zdołała utrzymać stabilny poziom marży brutto ze sprzedaży, który w 2018 r. wyniósł 26,9% w stosunku do 27,1% w ubiegłym roku. Celem zarządu na 2019 r. będzie utrzymanie marży na poziomie 27%.
- W 2018 r. Grupa odnotowała widoczny wzrost kosztów, w tym kosztów sprzedaży o 10,5% r/r oraz kosztów ogólnego zarządu o 21,5% r/r, które są wynikiem działań związanych z konsolidacją Archicom Polska (dawniej mLocum). Warto przypomnieć, że w 2017 r. Grupa odnotowała 18,9 mln PLN zysku okazjonalnego z tytułu nabycia mLocum, co częściowo tłumaczy brak wzrostu zysku netto Grupy w 2018 r. (-2,2% r/r).
- W marcu 2019 r. Spółka Archicom otrzymała od Urzędu Celno – Skarbowego (UCS) protokół, z którego wynika, że zdaniem UCS Spółka zawiązała koszty uzyskania przychodów z tytułu odsetek od obligacji oraz ujęła jako koszt uzyskania przychodów odsetki od pożyczek udzielonych w warunkach niedostatecznej kapitalizacji. Archicom złożył zastrzeżenia do wniosków płynących z protokołu i podjął decyzję o zawiązaniu rezerwy na poczet dodatkowego zobowiązania na kwotę 7,6 mln PLN, co również wpłynęło na niższy niż w analogicznym okresie 2017 r. wynik netto
- Segment komercyjny Grupy odnotował w 2018 r. 5,9 mln PLN straty netto wobec 4,8 mln PLN w 2017 r. Grupa tłumaczy ujemne wyniki rekomercjalizacją budynku West Forum 1A. Archicom zakłada, że działalność komercyjna zacznie być rentowna począwszy od bieżącego roku. W kwietniu 2019 r. Grupa Archicom podpisała umowę o współpracy z CBRE w zakresie leasingu, zarządzania oraz sprzedaży kompleksu City Forum.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	270,2	324,7	476,5
Zysk brutto ze sprzedaży	72,9	88,1	128,2
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	27,1%	26,9%
EBIT	45,6	70,2	88,3
Marża EBIT	16,9%	21,6%	18,5%
Zysk netto	38,5	57,3	61,4
Marża netto	14,2%	17,7%	12,9%
Kapitał własny	374,7	473,7	491,0
Zadłużenie finansowe	115,8	196,2	266,7
Kredyty i inne	53,2	43,0	53,4
Obligacje	62,7	153,2	213,4
% obligacji w zadłużeniu	54,1%	78,1%	80,0%
Gotówka	72,8	130,0	165,8
Dług netto	43,0	66,2	100,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,6%	54,1%	58,1%
Dług netto/KW	11,5%	14,0%	20,6%

Segment mieszkaniowy			
Seria	Outstanding	Oprocentowanie	Data wykupu
M1/2016	48,5	W6M+2,80%	07/2019
M2/2017	60,5	W6M+2,35%	03/2020
b/d	5,1	b/d	09/2021
b/d	5,1	b/d	09/2020
b/d	7,8	b/d	07/2020
A – transza II	6,4	W6M+4,00%	02/2022
B – transza II	6,4	W6M+3,00%	02/2021
M3/2018	50,3	W6M+2,90%	07/2022
A – transza III	11,5	W6M+4,00%	08/2022
B – transza III	11,5	W6M+3,00%	02/2021
<b>Suma</b>	<b>213,0</b>		



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

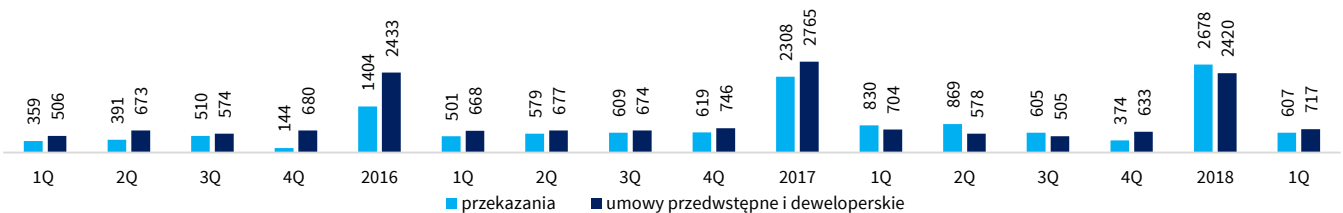
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Atal odnotował sprzedaż na poziomie 717 lokali (wobec 704 w 1Q 2018 r.), co oznacza drugi najwyższy kwartalny wynik sprzedaży w historii Spółki. Należy odnotować, że w samym marcu 2019 r. deweloper sprzedał 282 mieszkania, co stanowi rekordowy miesięczny odczyt Spółki. Atal zakłada, że w całym 2019 r. zdoła zakontraktować co najmniej 2,5 tys. lokali oraz przekazać podobną liczbę mieszkań jak w 2018 r., w którym Spółka oddała klientom 2 678 lokali. Wartym odnotowania jest fakt, że 40% mieszkań wydanych w 2018 r. zostało nabytych przez klientów gotówkowych.
- Według stanu na koniec 2018 r. Spółka posiadała 45 projektów w realizacji opiewających na 8 151 lokali (442,3 tys. mkw. PUM) oraz 39 inwestycji planowanych, które umożliwią budowę 9 300 mieszkań (519,1 tys. mkw. PUM). Celem Spółki jest coraz większa dywersyfikacja geograficzna prowadzonej działalności.
- W ostatnim kwartale 2018 r. deweloper wprowadził do sprzedaży 1 585 lokali, zaś w całym 2018 r. Spółka uruchomiła sprzedaż 24 nowych projektów opiewających na 4 397 mieszkań.
- W 2018 r. Spółka przeznaczyła na nabycie gruntów ok. 197 mln PLN wobec 232,3 mln PLN w roku ubiegłym. Atal szacuje, że nowo zakupione działki umożliwią w kolejnych latach realizację projektów deweloperskich o PUM przekraczającej 285 tys. mkw. Średnia cena zakupu PUM wyniosła 699 PLN/mkw., co naszym zdaniem przy wygórowanych cenach gruntów stanowi atrakcyjną wartość. W naszej ocenie Atal posiada jeden z najlepiej zabezpieczonych banków ziemi wśród analizowanych w niniejszym raporcie deweloperów.

### Planowane inwestycje wg stanu na 31.12.2018 r.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m2)
Wrocław	9	2 557	143,7
Katowice	5	2 111	119,0
Gdańsk	4	793	42,0
Warszawa	7	1 075	61,0
Łódź	3	525	28,7
Kraków	11	2 239	124,7
<b>Razem</b>	<b>39</b>	<b>9 300</b>	<b>519,1</b>

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



## Finanse

- Spółka kolejny rok z rzędu dynamicznie zwiększa skalę działalności. W 2018 r. deweloper osiągnął przychody na poziomie 1 055,0 mln PLN, co oznacza 21,9% wzrost r/r. W 2018 r. Atal zdołał utrzymać marżę brutto ze sprzedaży na zadowalającym poziomie 26,9% wobec 28,6% w 2017 r.
- Atal wciąż mocno kontroluje sferę kosztową. W 2018 r. stosunek kosztów ogólnego zarządu do przychodów wyniósł 1,52% (wobec 1,59% w 2017 r.), z kolei udział kosztów sprzedaży w przychodach stanowił 1,39% (wobec 1,67% w 2017 r.), co czyni je najniższymi odczytami w branży.
- W marcu 2019 r. Zarząd Spółki zarekomendował Walnemu Zgromadzeniu podziału zysku netto jednostki dominującej. Spółka podzieli się z akcjonariuszami kwotą 182,0 mln PLN (stopa dywidendy przy kursie akcji z dnia 6 maja 2019 r. - 40,0 PLN wynosi 11,8%), z kolei 0,4 mln PLN Atal przeznaczy na kapitał zapasowy. Polityka dywidendowa Spółki na kolejne lata zakłada wypłatę od 70% do 100% zysku netto.
- Pod koniec 1Q 2019 r. Spółka podwyższyła uchwalony we wrześniu 2018 r. program emisji obligacji do kwoty 170,0 mln PLN. Należy zaznaczyć, że w ramach programu Spółka wyemitowała już w październiku 2018 r. serię AM o wartości 70,0 mln PLN, z kolei w kwietniu Atal pozyskał 100,0 mln PLN z emisji 2-letnich obligacji serii AP o kuponie WIBOR 6M +1,90% (koszt analogiczny jak w przypadku AM). Dodatkowo, również w październiku ubiegłego roku Spółka przeprowadziła emisję obligacji o wartości 20,0 mln PLN, która w całości została objęta przez podmiot powiązany z głównym udziałowcem Spółki.
- W 2019 r. Spółka ma do wykupu obligacje o wartości 174,0 mln PLN, z czego 40,0 mln PLN przypada na połowę maja 2019 r. Naszym zdaniem Atal nie powinien mieć problemu ze spłatą / zrefinansowaniem obecnego długu.
- W 2018 r. Spółka mocno uszczupliła saldo środków pieniężnych do poziomu 29,2 mln PLN (wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych) oraz zwiększyła zadłużenie finansowe o 44,9 mln PLN, co wpłynęło na wzrostu długu netto z poziomu 350,0 mln PLN w 2017 do 495,6 mln PLN w 2018 r. Mimo to wskaźniki zadłużenia dewelopera znajdują się wciąż na stabilnych poziomach.
- Spółka posiada wysokie kapitały własne, które na koniec 2018 r. wzrosły do poziomu 857,2 mln PLN (+69,0 mln PLN r/r) i finansowały 45,8% aktywów.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	506,8	865,8	1 055,0
Zysk brutto ze sprzedaży	136,9	247,6	283,5
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,6%	26,9%
Przychody segmentu dewelop.	495,9	855,6	1046,9
EBIT segmentu dewelop.	109,9	216,3	255,6
Marża EBIT	22,2%	25,3%	24,4%
Zysk netto	89,4	171,2	200,7
Marża netto	17,6%	19,8%	19,0%
Kapitał własny	675,6	788,3	857,3
Zadłużenie finansowe	511,1	479,9	524,8
Kredyty i inne	254,2	91,8	84,4
Obligacje	256,8	388,2	440,5
% obligacji w zadłużeniu	50,3%	80,9%	83,9%
Gotówka	88,6	129,9	29,2
Dług netto	422,5	350,0	495,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,4%	56,0%	54,2%
Dług netto/KW	62,5%	44,4%	57,8%

Segment mieszkaniowy			
Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
P	40,0	W6M+2,39%	05/2019
AC	54,0	W6M+1,70%	05/2019
AF	80,0	3,20%	10/2019
AG	22,0	W6M+1,70%	01/2020
AH	70,0	3,20%	04/2021
AI	4,3	3,20%	07/2020
AJ	10,0	3,20%	07/2020
AK	10,0	3,20%	07/2020
AL	10,0	W6M+1,90%	07/2020
AM	70,0	3,20%	10/2020
AN	20,0	W6M+1,90%	10/2020
AP	100,0	W6M+1,90%	04/2021
<b>Suma</b>	<b>490,3</b>		



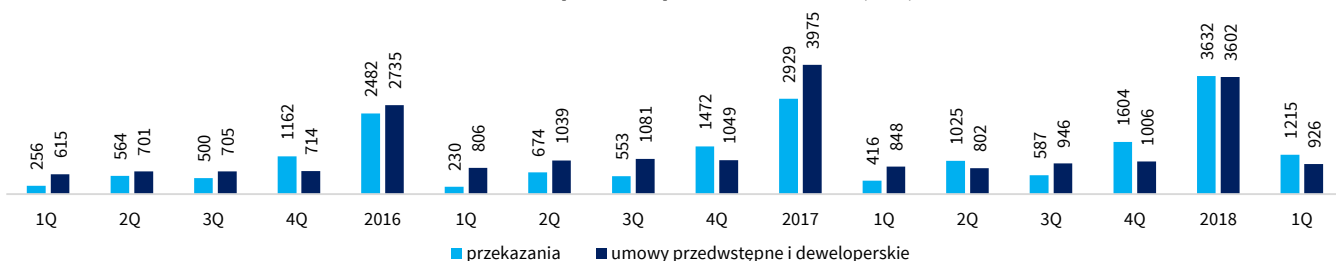
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Dom Development

## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Dom Development sprzedał 926 lokali wobec 848 mieszkań w analogicznym okresie 2018 r. Zarząd Grupy zakłada, że tegoroczny wolumen kontraktacji będzie zbliżony do ubiegłorocznego, w którym deweloper znalazł nabywców na 3 602 mieszkania. W 2018 r. lokale, których wartość transakcji przekroczyła 450 tys. PLN stanowiły 55% udział w sprzedaży Grupy w stosunku do 45% w 2017 r.
- Grupa w 1Q 2019 r. rozpoznała w wyniku rekordowe 1 215 lokali (+192,1% r/r). Zarząd Dom Development szacuje potencjał przekazań w bieżącym roku na ok. 3,5 tys. mieszkań wobec 3 632 lokali w ubiegłym roku. Biorąc pod uwagę harmonogram inwestycji dewelopera należy spodziewać się, że Spółka przekaże ok. 2 750 – 2 800 mieszkań w Warszawie, ok. 500 w Trójmieście oraz ok. 150 - 200 we Wrocławiu.
- W 2018 r. Dom Development przeznaczył na rozbudowę banku ziemi ok. 300 mln PLN. Grupa nabyła działki z potencjałem budowy 2 765 mieszkań. Sprzedaż 3 602 lokali w ubiegłym roku oznacza, że deweloper nie zdołał w pełni odbudować swojego banku ziemi. Biorąc pod uwagę skalę działalności Dom Development, uważamy, że Grupa posiada zbyt mało działek inwestycyjnych (szczególnie w Warszawie). Spodziewamy się, że tegoroczne wydatki związane z rozbudową banku gruntów mogą przekroczyć nawet 500 mln PLN.
- Na koniec 2018 r. Dom Development posiadał w ofercie 2 896 mieszkań, z czego ok. 20% stanowiły lokale w projektach już zakończonych. Grupa planuje w bieżącym roku wprowadzić do sprzedaży 3 900 mieszkań, z czego 2 300 w pierwszej połowie 2019 r.
- Grupa na koniec ubiegłego roku posiadała 4 413 lokali w budowie. Należy podkreślić, że ok. 1/3 prowadzonych budów mieszkań jest realizowana przez powołaną w maju 2018 r. spółkę Dom Construction. Decyzję o utworzeniu własnego generalnego wykonawcy oceniamy bardzo pozytywnie.

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

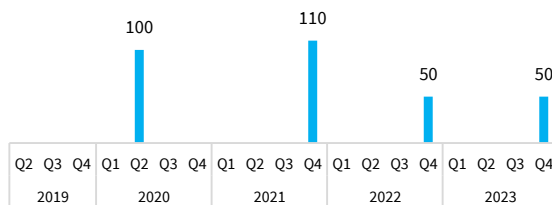


## Finanse

- W 2018 r. Grupa osiągnęła 1 653,9 mln PLN przychodów, co oznacza 17,7% wzrost w stosunku do 2017 r., co w dużej mierze jest konsekwencją uwzględniania w ubiegłorocznych wynikach działalności Euro Styl. Zarząd Dom Development pozytywnie ocenia akwizycję Euro Styl, która pozwoliła w szybkim tempie osiągnąć zakładane synergii.
- W związku z brakiem nowych zakupów gruntów na terenie Warszawy, spodziewamy się, że w kolejnych latach Grupa będzie dynamicznie rozwijać się w Trójmieście.
- Ubiegłoroczne wyniki potwierdzają, że Dom Development posiada bardzo dobrą kontrolę nad kosztami projektów. Pomimo istotnego wzrostu kosztów budowy, deweloper zdołał w 2018 r. utrzymać poziom marży brutto ze sprzedaży osiągnięty w 2017 r., który wyniósł 27,5%. Należy podkreślić, że największe obciążenie wyniku Grupy z tytułu akwizycji Euro Styl przypadło na 2018 r. Przy założeniu braku alokacji ceny przejęcia Euro Styl marża brutto ze sprzedaży wyniosłaby 30,6%.
- W ubiegłym roku Grupa osiągnęła rekordowy zysk netto na poziomie 227,0 mln PLN (+19,0% r/r), co umożliwiło Zarządowi Spółki zarekomendowanie 9,05 PLN dywidendy na akcję. Należy przypomnieć, że Dom Development nieustannie od 2012 r. przeznaczając 100% wyniku netto jednostki dominującej do podziału między akcjonariuszy. Dodatkowo, Zarząd poinformował, że nie planuje zmiany polityki dywidendowej.
- Zarząd Grupy spodziewa się, że osiągnięty w bieżącym roku zysk netto będzie nie niższy od ubiegłorocznego mimo niższego szacowanego poziomu rozpoznania w 2019 r.
- Pomimo regularnej wypłaty dywidendy oraz przejęcia Euro Styl, Dom Development kolejny rok z rzędu odnotowuje niski poziom zadłużenia finansowego. Na koniec 2018 r. Grupa obniżyła wskaźnik dźwigni finansowej do 10,9% (wyłączając środki z rachunków powierniczych).
- Dom Development posiada bezpieczną strukturę zapadalności długu oraz wysoki poziom niewykorzystanych linii kredytowych. Nie widzimy przesłanek, które mogłyby zwiastować problemy z obsługą bieżącego zadłużenia bądź brakiem możliwości zrefinansowania bieżącego długu.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	1153,0	1404,7	1653,9
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	455,1
Marża brutto ze sprz.	23,5%	27,5%	27,5%
Zysk netto	125,8	190,8	227,0
Marża netto	10,9%	13,6%	13,7%
Kapitał własny	929,5	1002,3	1046,5
Zadłużenie finansowe	383,9	396,4	396,2
Kredyty i inne	0,0	85,0	85,0
Obligacje	383,9	311,4	311,2
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	78,6%	78,5%
Gotówka	414,3	279,7	282,5
Dług netto	-30,4	116,7	113,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,0%	58,1%	58,8%
Dług netto/KW	-3,3%	11,6%	10,9%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
DOMDE5120620	100	W6M+1,90%	06/2020
DOMDE6151121	110	W6M+1,75%	11/2021
DOMDET1151222	50	W6M+1,60%	12/2022
DOMDET2091023	50	W6M + 1,50%	10/2023
<b>Suma</b>	<b>310</b>		



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



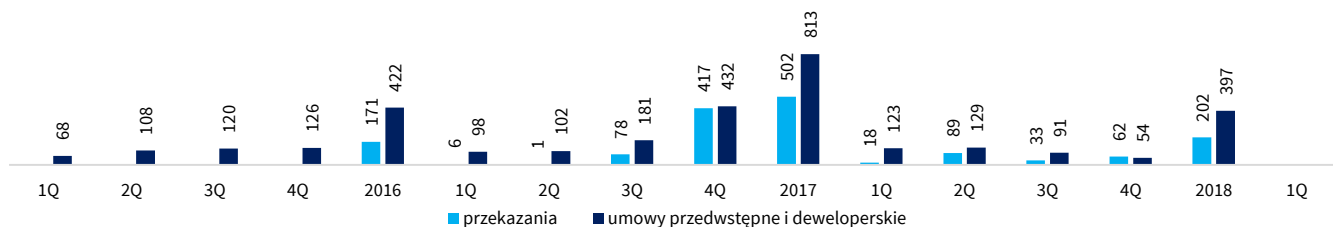
## Działalność operacyjna

- Do dnia publikacji niniejszego opracowania i2 Development nie opublikował informacji dotyczącej wolumenu sprzedaży oraz poziomu przekazania lokali w 1Q bieżącego roku. Deweloper nie upublicznił również tegorocznego celu sprzedażowego, jednak Prezes Zarządu i2 Development zakomunikował, że Grupa zamierza w bieżącym roku chce znacząco poprawić poziom kontraktacji w stosunku do wolumenu osiągniętego w 2018 r. (397 lokali). Deweloper zamierza osiągnąć wyższą sprzedaż dzięki m.in. poszerzeniu oferty we Wrocławiu. Naszym zdaniem deweloper nie posiada mocnych fundamentów, które mogłoby wskazywać na istotny wzrost sprzedaży w bieżącym roku.
- Słabe wyniki sprzedażowe 2018 r. deweloper tłumaczy niskim poziomem oferty. W ubiegłym roku i2 Development wprowadziło do sprzedaży jedynie dwie inwestycje: Ogrody Grabiszyńskie I (89 lokali) oraz Awicenny – etap III (73 lokale). Na koniec grudnia 2018 r. Grupa posiadała w ofercie jedynie 260 mieszkań, z czego część mieszkań stanowiły pojedyncze jednostki z zakończonych już projektów.
- W kwietniu 2019 r. Grupa poinformowała o uzyskaniu prawomocnego pozwolenia na budowę przy ul. Grabiszyńskiej we Wrocławiu. Deweloper zakłada realizację 11-kondygnacyjnego budynku, w którym znajdować się będzie 196 lokali, w tym: 9 usługowych, 82 mieszkalnych oraz 105 biurowych.
- Grupa zamierza w bieżącym roku rozwijać działalność poza rynkiem wrocławskim, kontynuować koncentrację działalności deweloperskiej w obszarze premium oraz poszerzać ofertę w segmencie mieszkań popularnych.

### Oferta wg stanu na dzień 31.12.2018 r.

Nazwa inwestycji	Liczba lokali do sprzedaży	Zaawansowanie budowy
Przy Ptasiej	2	100%
Piękna 58	4	100%
Na Kazamatkach (B10)	1	100%
Soft Loft Legnicka	1	97%
Soft Loft Centrum	2	97%
Lofty przy fosie (B11)	1	92%
Awicenny I	33	69%
Przy Arsenale (B9)	16	52%
Awicenny III	47	47%
Awicenny II	46	46%
Przy Bulwarze II (B4)	20	25%
Przy Bulwarze (B3)	15	23%
Przy Przystani (B2)	18	22%
Ogrody Grabiszyńskie	39	19%
Willa Staromiejska (B5)	8	14%
Dom z Herbem (B1)	7	12%
<b>Razem</b>	<b>260</b>	

### Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

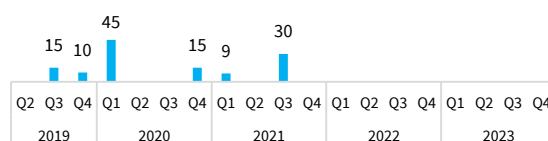


## Finanse

- W ubiegłym roku Grupa zmieniła metodykę rozpoznawania przychodów z tyt. działalności deweloperskiej. Od 1 stycznia 2018 r. i2 Development rozpoznaje przychód w momencie podpisania protokołu zdawczo-odbiorczego lokalu i wpłaceniu 100% kwoty nabywanego przez klienta lokalu. W ubiegłych latach przychody netto ze sprzedaży lokali ujmowane były w wynikach Grupy w momencie podpisania przez klienta aktu notarialnego. W 2018 r. wszystkie segmenty działalności Grupy były nierentowne na poziomie wyniku operacyjnego.
- Należy zaznaczyć, że dodatni zysk netto Grupy jest wynikiem zdarzenia jednorazowego. We wrześniu 2018 r. deweloper podpisał z M.A. Fundusze umowę przeniesienia pożytków z tyt. uczestnictwa w spółce realizującej projekty Soft Loft Legnicka oraz Soft Loft Centrum co wygenerowało przychód w wysokości 40,0 mln PLN, z czego 6,9 mln PLN kwoty zostało opłacone przez kompensatę tej należności z zobowiązaniami z tytułu pożyczek w ubiegłym roku, zaś pozostałe 33,1 mln PLN przypada na rok bieżący. Zgodnie z szacunkami Spółki opublikowanymi w sprawozdaniu rocznym planowany wynik finansowy inwestycji wyniesie ok. 2,5 mln PLN w związku z istnieje wysokie prawdopodobieństwo nie wypłacenia pożytków. Zarząd Grupy ma jednak przekonanie o wypłacalności kontrahenta oraz nie widzi ryzyka spłaty należności. Warto odnotować, że M.A. Fundusze Sp. z o.o. jest powiązana właścicielsko z największym udziałowcem Grupy i2 Development.
- Pod koniec ubiegłego roku Spółka zawarła umowę inwestycyjną z YIT Development dotyczącą wspólnej inwestycji w spółkę celową. Zgodnie z umową deweloper przeniesie do spółki celowej grupę aktywów wraz z zobowiązaniami. Po spełnieniu warunków umowy Inwestor zobowiązał się objąć nowo ustanowione udziały (50% w spółce celowej) i pokryć je wkładem pieniężnym o wartości 50,0 mln zł. Według szacunków Zarządu Spółki realizacja umowy inwestycyjnej może zmniejszyć wartość zadłużenia netto Spółki do około 22 mln zł, nie uwzględniając wpływu bieżącej działalności.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	93,5	78,8	95,5
Przychody	147,0	52,2	75,8
EBIT	72,7	14,7	-5,7
Marża EBIT	49,5%	28,2%	-7,6%
Zysk netto	6,0	10,8	29,0
Marża netto	6,4%	13,7%	30,3%
Kapitał własny	237,3	230,5	248,6
Zadłużenie finansowe	84,9	154,9	217,9
Kredyty i inne	74,8	89,0	92,9
Obligacje	10,1	65,9	125,0
% obligacji w zadłużeniu	11,9%	42,6%	57,4%
Gotówka	4,1	1,4	15,7
Dług netto	80,7	153,5	202,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,6%	50,3%	56,7%
Dług netto/KW	34,0%	66,6%	81,4%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
C	30	8,10%	01/2020
B	15	W3M+4,50%	07/2019
D	10	W3M+4,50%	10/2019
E	15	W3M+4,30%	02/2020
F	15,1	W3M+4,30%	12/2020
G	9,0	W3M + marża	03/2021
H	30,0	W3M + marża	09/2021
<b>Suma</b>	<b>124,1</b>		



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

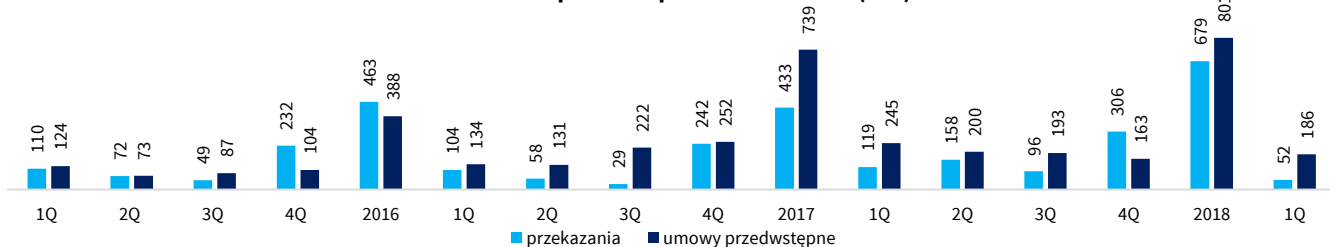
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Grupa Inpro zrealizowała sprzedaż na poziomie 186 umów przedwstępnych wobec 245 lokali zakontraktowanych w 1Q 2018 r. W pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper rozpoznał w wyniku 52 mieszkania w porównaniu z 119 lokalami w 1Q ubiegłego roku.
- W ubiegłym roku Grupa zakończyła prace przy 6 inwestycjach deweloperskich opiewających łącznie na 543 lokale.
- W 2018 r. Grupa Inpro wprowadziła do sprzedaży łącznie 778 lokali. W 2019 r. deweloper planuje rozpocząć sprzedaż 1 035 lokali i domów. W kwietniu bieżącego roku Inpro wprowadził do oferty kolejny etap inwestycji Osiedla Debiut (93 mieszkania), którego termin realizacji przewidziany jest na październik 2020 r.
- Inpro rozważa w najbliższych latach zwiększenie zaangażowania w realizację projektów komercyjnych, w tym głównie budynków biurowych. Po zakończeniu remontu oraz rozbudowie II etapu Domu Zdrojowego w Jastarni deweloper nie planuje z kolei obecnie kolejnych inwestycji w segmencie hotelowym.
- W październiku 2018 r. Inpro pozyskało w ramach emisji obligacji 25,0 mln PLN, z których do dnia 3 kwietnia 2019 r. 7,7 mln PLN Grupa przeznaczyła na zakup nowych gruntów. Reszta środków zostanie wydatkowana w kolejnych kwartałach, ewentualnie w latach następnych. W ubiegłym roku bank ziemi Grupy został powiększony o 61,3 tys. mkw. gruntów.

### Inwestycje, które Inpro zamierza wprowadzić do oferty w 2019 r.

Nazwa inwestycji	Miasto	Liczba lokali
Os. Debiut etap III	Pruszcz Gdański	93
City Park etap II	Gdańsk	189
Wróbla Staw etap II	Gdańsk	4 domy
Golf Park etap D	Tuchom	4 domy
Os. Brawo	Pruszcz Gdański	127
Os. Start	Gdańsk	160
Os. Ostoja	Rumia	138
Os. Nowa Niepołomska etap II	Gdańsk	92
Os. Havlove	Gdańsk	138
Osiedle Traffic budynek C	Gdańsk	90

### Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

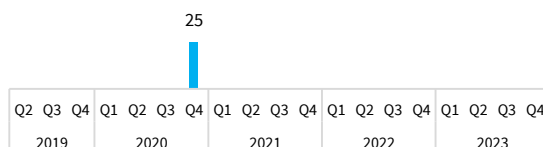


## Finanse

- W 2018 r. Grupa uzyskała 259,0 mln PLN przychodów, z czego 220,1 mln PLN sprzedaży wygenerowała działalność deweloperska (+41,9% r/r). Zysk netto Grupy Inpro w 2018 r. wzrósł o 34,8% r/r do poziomu 40,9 mln PLN. Znaczny wzrost wyniku netto jest konsekwencją wzrostu rentowności inBet (produkcja prefabrykatów) oraz wyższej marżowości hotelu w Mikołajkach.
- Rekordowy poziom rozpoznania lokali w 2018 r. (679 mieszkań) przyczynił się do znaczącego wzrostu przychodów, którym towarzyszył jednak spadek marży brutto ze sprzedaży z poziomu 35,0% w 2017 r. do 30,1% w roku ubiegłym.
- W 2018 r. doszło do spadku wartości bilansowej rzeczowych aktywów trwałych o 53,4 mln PLN, co jest konsekwencją podpisania przez Grupę umowy dzierżawy hotelu w Mikołajkach. Do czasu zakończenia umowy projekt hotelowy będzie wykazywany w pozycji inwestycji długoterminowych (nieruchomości inwestycyjne).
- Pod koniec stycznia 2019 r. Spółka zawarła umowę kredytową do kwoty 25,0 mln PLN, która zostanie przeznaczona na budowę II etapu osiedla mieszkaniowego Optima w Gdańsku. Wykorzystanie finansowania możliwe jest w transzach do sierpnia 2020 r. na zasadzie prefinansowania (kredyt odnawialny do limitu 34,0 mln PLN). Z kolei w lutym bieżącego roku deweloper podpisał umowę kredytu obrotowego do kwoty 39,2 mln PLN, który zostanie wykorzystany na finansowanie budowy IV etapu osiedla mieszkaniowego Harmonia Oliwska w Gdańsku. Dodatkowo, w kwietniu 2019 r. deweloper zawarł umowę kredytową na kwotę 10,5 mln PLN.
- W kwietniu bieżącego roku Zarząd Spółki zarekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 0,25 PLN na jedną akcję. Oznacza to, że deweloper przeznaczy do podziału między akcjonariuszy 10,01 mln PLN. Zaproponowana dywidenda stanowi 24,5% zysku netto Grupy osiągniętego w 2018 r. Zgodnie z kowenantami zawartymi w warunkach emisji obligacji serii B Emitent może dokonywać wypłaty dywidendy stanowiącej do 50% wyniku netto Grupy.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	204,6	202,9	259,0
Przychody	172,2	155,1	220,1
Zysk brutto ze sprzedaży	52,2	54,3	66,3
Marża brutto	30,3%	35,0%	30,1%
Zysk netto	29,6	27,1	35,3
Marża netto	17,2%	17,5%	16,0%
Zysk netto	29,3	30,3	40,9
Marża netto	14,3%	14,9%	15,8%
Kapitał własny	245,6	265,4	295,7
Zadłużenie finansowe	49,5	68,8	85,8
Kredyty i inne	49,5	68,8	60,9
Obligacje	0,0	0,0	24,8
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	28,9%
Gotówka	17,5	13,8	29,4
Dług netto	32,0	55,0	56,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	37,6%	45,6%
Dług netto/KW	13,0%	20,7%	19,1%

Segment mieszkaniowy			
Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
B	25,0	W3M + 3,10%	10/2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# JHM Development

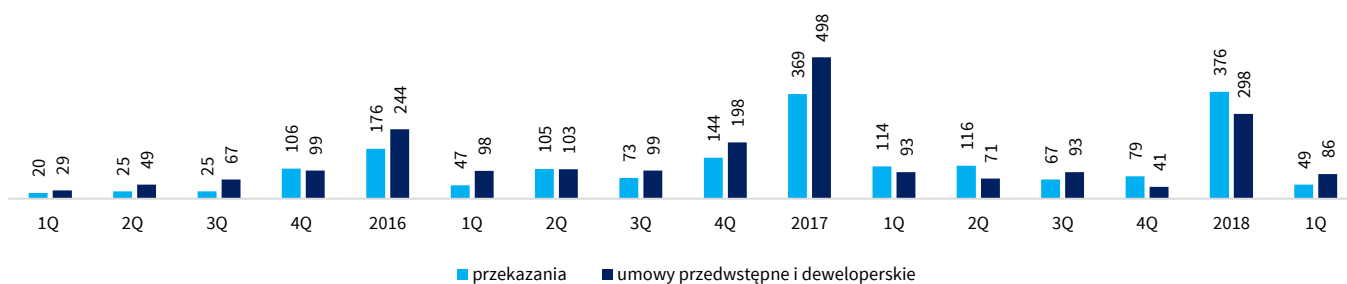
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. JHM Development zakontraktował 86 mieszkań wobec 93 lokali w 1Q 2018 r. Deweloper nie opublikował tegorocznego celu sprzedażowego. W pierwszym kwartale bieżącego roku Grupa rozpoznała w wyniku finansowym 49 lokali w stosunku do 114 w analogicznym okresie 2018 r.
- Wykaz projektów dewelopera na koniec 2018 r. wskazywał, że JHM Development planuje w prowadzić do realizacji w latach 2019-2021 ponad 1,3 tys. lokali o PUM równej 76,3 tys. mkw., co naszym zdaniem stabilnie zabezpiecza produkcję Grupy w kolejnych okresach. Na koniec 2018 r. deweloper posiadał w ofercie 830 lokali (127 gotowych, 703 w budowie).
- W bieżącym roku JHM Development wprowadzi do oferty inwestycje przy ul. Reymonta (212 lokali mieszkalnych i usługowych). Spółka kontynuuje prace nad kolejnymi etapami osiedli w Katowicach, Koninie, Rumii, Brzezinach, Żyrardowie oraz osiedla domów jednorodzinnych w Łodzi. Zakończenie projektów będzie skutkowało wprowadzaniem do sprzedaży kolejnych 445 mieszkań i 81 domów jednorodzinnych.
- W ubiegłym roku JHM Development wprowadził do sprzedaży 241 apartamentów w Zakopanem. Obiekt zostanie oddany do użytku w 2020 r.
- W 2018 r. Spółka dokonała rozbudowy banku ziemi w Łodzi (ul. Smugowa), Bydgoszczy (ul. Bohaterów Kragujewca), Gdańsku (ul. Wielkopolska) oraz Żyrardowie (ul. Ks. J. Popietuski), na których będzie w stanie zrealizować inwestycje na ok. 300 lokali. W najbliższym czasie deweloper zamierza rozpocząć inwestycję przy ul. Fordońskiej w Bydgoszczy oraz w Sochaczewie przy ul. Żeromskiego.
- JHM Development planuje w kolejnych latach konsekwentnie rozwinąć swoją aktywność na rynkach dużych aglomeracji miejskich, dbając jednocześnie o utrzymanie istotnej pozycji na rynku nieruchomości średniej wielkości miast.

### Projekty w realizacji wg stanu na dzień 31.12.2018 r.

Bank Ziemi	Liczba lokali	PUM (mkw.)
Ul. Reymonta	212	11 748
Os. Na Wzgórzu, bud.5 i 6	72	4 129
Szymony 17	241	8 704
Ul. Okrzei, etap III	70	3 977
Beryłowa – bud. 5 i 6	122	5 998
Dębogórska 80 – III etap	74	3 541
Pułaskiego – II etap	117	7 081
Jugostowiańska 44 – I etap	18 (domy)	2 844
<b>Razem</b>	<b>926</b>	<b>48 022</b>

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

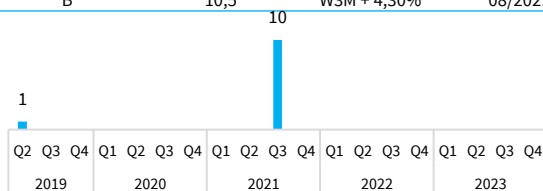


## Finanse

- W 2018 r. Spółka osiągnęła rekordowe przychody, dzięki poprawie sprzedaży segmentu deweloperskiego oraz zwiększeniu obrotu z wynajmu obiektów handlowych. Należy odnotować, że wzrostowi skali działalności sektora mieszkaniowego towarzyszyła poprawa marży brutto ze sprzedaży do poziomu 19,2% wobec 17,2% w 2017 r.
- Deweloper jest jednym z najmniej zadłużonych podmiotów w branży. Na koniec 2018 r. działalność JHM Development była finansowana w 73,6% środkami własnymi. W naszej ocenie spółka posiada dużą zdolność do zaciągania kolejnych zobowiązań odsetkowych.
- W lutym 2019 r. deweloper zawarł umowę kredytową na kwotę 28,9 mln PLN celem sfinansowania budowy II etapu Osiedle Twoja Dolina w Katowicach. Spłata kredytu została zabezpieczona między innymi hipoteką umowną do kwoty 44,2 mln PLN. W kwietniu bieżącego roku JHM Development ponownie skorzystał z finansowania bankowego, zaciągając kredyty w wysokościach 0,8 mln PLN oraz 0,3 mln PLN, które zostaną przeznaczone na realizację III etapu Osiedla Diamentowego w Koninie.
- W kwietniu bieżącego roku Spółka poinformowała, że w połowie maja 2019 r. dokona wykupu 876 sztuk obligacji serii B w ramach okresowej amortyzacji obligacji.
- W kwietniu bieżącego roku Mirbud posiadający 86,28% akcji dewelopera (dodatkowo 6,22% posiada Pan Jerzy Mirgos główny akcjonariusz Mirbud) poinformował o planach dotyczących skupu akcji JHM Development po cenie 1,60 PLN za sztukę i wycofania Spółki z obrotu giełdowego. Potencjalny delisting akcji dewelopera wiązać się będzie ze złamaniem kowenantów zapisanych w warunkach emisji obligacji serii B, co może skutkować żądaniem do natychmiastowego wykupu obligacji na wniosek Obligatariuszy.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	78,8	137,9	143,2
Przychody	40,7	95,8	97,8
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	16,5	18,8
Marża brutto	17,8%	17,2%	19,2%
Zysk netto	2,3	6,5	10,1
Marża netto	5,7%	6,8%	10,4%
Zysk netto	14,4	16,8	17,4
Marża netto	18,3%	12,2%	12,2%
Kapitał własny	317,0	333,8	349,2
Zadłużenie finansowe	68,4	55,2	65,8
Kredyty i inne	68,4	55,2	55,2
Obligacje	0,0	0,0	10,6
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	16,1%
Gotówka	11,5	14,6	11,0
Dług netto	56,8	40,6	54,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	25,0%	26,5%	26,4%
Dług netto/KW	17,9%	12,2%	15,7%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
B	10,5	W3M + 4,30%	08/2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

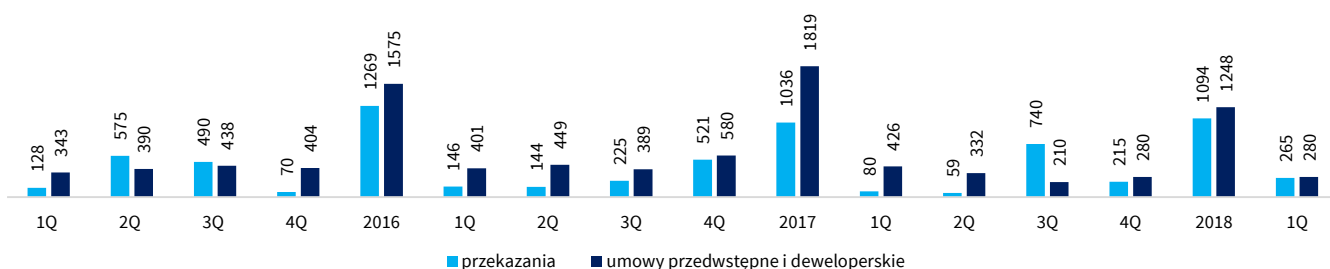
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. deweloper sprzedał 280 mieszkań wobec 426 w analogicznym okresie 2018 r. W bieżącym roku, jak i kolejnych latach Spółka zamierza kontraktować około 1 500 lokali rocznie. Warto przypomnieć, że w ubiegłym roku J.W. Construction nie zdołało zrealizować zakładanej sprzedaży 1 500 sztuk mieszkań, osiągając ostatecznie wynik na poziomie 1 284 lokali (w tym 231 jednostek biurowo-aparthotelowych). Uważamy, że realizacja postawionego przez Spółkę celu sprzedażowego będzie zadaniem bardzo wymagającym.
- W związku z problemami dotyczącymi otrzymania pozwolenia na budowę, deweloper istotnie przesunął w czasie harmonogram realizacji flagowej inwestycji Spółki – osiedla Bliska Wola etap D. Mimo istotnych opóźnień, na koniec 2018 r. 77% części mieszkalnej etapu D (322 z 418 lokali) znalazło już swoich nabywców, pomimo że zaawansowanie robót budowlanych sięgało w grudniu 2018 r. jedynie 5%.
- W 2018 r. deweloper realizował przedsięwzięcia mieszkaniowe o łącznej PUM równej 173,8 tys. mkw., oraz inwestycje apartotelowo-kommercyjne o powierzchni 52,6 tys. mkw. W ubiegłym roku Spółka przygotowała do uruchomienia kolejnych 20 inwestycji łącznie na ponad 5 tys. lokali o powierzchni ok. 438 tys. mkw. Dodatkowo, J.W. Construction na koniec 2018 r. posiadało w ofercie 1 700 lokali. Oferta na poziomie 6 700 mieszkań powinna zapewnić Spółce ponad 4-letnią produkcję.
- W ubiegłym roku deweloper na rozbudowę banku gruntów przeznaczył ok. 100 mln PLN. Spółka konsekwentnie realizuje przyjętą strategię, której założenia opierają się na dywersyfikacji sprzedaży poprzez generowanie przychodów z działalności hotelowej i apartotelowej.

### Inwestycje planowane do uruchomienia wg stanu na 14.03.2018 r.

Lokalizacja	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )	Pow. komercyjna (tys. m <sup>2</sup> )
Warszawa	1 028	49,1	
Gdańsk	638	32,5	0,6
Skórczewo k. Poznania	280	14,0	
Ożarów	150	15,7	
Nowogard	275	14,7	
Pruszków	475	19,0	
Łódź	160	10,0	
Szczecin	810	34,0	14,8 (aparthotel), 80,0 (magazyny)
Kraków	1 223	63,1	10,9 (hotel)
Małopole, k. Warszawy			80,0 (magazyny)
<b>Razem</b>	<b>4 153</b>	<b>166,4</b>	<b>176,9</b>

### Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



## Finanse

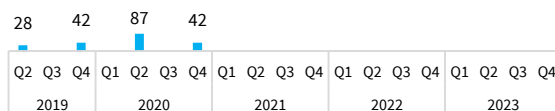
- W 2018 r. J.W. Construction osiągnął przychody w wysokości 404,1 PLN, co oznacza utrzymanie poziomu sprzed roku. Wzrost odnotowania jest zmianą struktury generowanych obrotów. W 2018 r. działalność deweloperska stanowiła 79,1% udział w sprzedaży wobec 83,6% w 2017 r. Biorąc pod uwagę przychody osiągnięte jedynie w segmencie deweloperskim, Spółka osiągnęła 319,5 mln PLN, co oznacza spadek o 5,4% r/r.
- Uważamy, że 2018 r. w wykonaniu dewelopera nie był zadowalający pod względem osiągniętych wyników. Mimo utrzymania poziomu przychodów, Spółka odnotowała widoczny spadek zysków na poziomie EBIT (-29,3 mln PLN r/r) oraz zysku netto (-9,4 mln r/r).
- W ubiegłym roku deweloper odnotował znaczący spadek marży brutto na sprzedaży z działalności deweloperskiej z poziomu 26,0% w 2017 r. do 22,2% w 2018 r. Uważamy, że spadek rentowności Spółki mógł wynikać z problemów związanych z kurczącymi się zasobami pracowników oraz z presją na rosnące ceny materiałów i wykonawstwa.
- Przypominamy, że wpływ na widoczny spadek zysku netto w 2018 r. miała jednorazowa transakcja związana ze sprzedażą nieruchomości we Wrocławiu, która wygenerowała stratę w wysokości ponad 15 mln PLN. Deweloper uzyskał prawomocny wyrok zasądający na jego rzecz kwotę blisko 11 mln PLN zł od osoby fizycznej – poręczyciela kontrahenta Spółki. Zastanawiające jest, czy wspomniana osoba fizyczna będzie w stanie obsłużyć swoje zobowiązanie wobec J.W. Construction.
- Na początku kwietnia bieżącego roku deweloper rozpoczął program skupu akcji własnych, w ramach którego Spółka zamierza nabyć 11 mln akcji po cenie 2,70 PLN, co oznacza wydatek rzędu 29,7 mln PLN. Buyback Spółki można traktować jako alternatywę dla dywidendy, której deweloper nie może wypłacać ze względu na kowenanty zapisane w warunkach emisji obligacji. Na koniec kwietnia 2019 r. Pan Józef Wojciechowski posiadał bezpośrednio i pośrednio 91,55% akcji Spółki.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	490,7	404,2	404,1
Przychody	495,1	337,7	319,5
Zysk brutto ze sprzedaży	121,3	87,9	71,1
Marża brutto ze sprzedaży	24,5%	26,0%	22,2%
Zysk ze sprzed. (dew.)	69,7	50,0	30,0
Marża zysku ze sprz.	14,1%	14,8%	9,4%
Zysk netto	22,6	24,8	27,8
Marża netto	4,6%	7,4%	8,7%
Zysk netto	25,0	25,9	16,5
Marża netto	5,1%	6,4%	4,1%
Kapitał własny	653,2	678,2	693,7
Zadłużenie finansowe	329,8	427,4	351,8
Kredyty i inne	202,2	207,5	147,0
Obligacje	127,5	219,9	204,7
% obligacji w zadłużeniu	38,7%	51,4%	58,2%
Gotówka	88,3	174,3	122,5
Dług netto	241,5	253,1	229,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,6%	59,9%	61,4%
Dług netto/KW	37,0%	37,3%	33,1%

Segment deweloperski mieszkaniowy

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
JWC0116	51,5	W3M+marża	06/2020
JWC0520	63,0	WIBOR 3M+3,0%	05/2019 (28,0 PLN) 05/2020 (35,0 PLN)
JWC 1120	84,6	WIBOR 3M+3,0%	11/2019 (42,3 PLN) 11/2020 (42,3 PLN)

**Suma 199,1**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

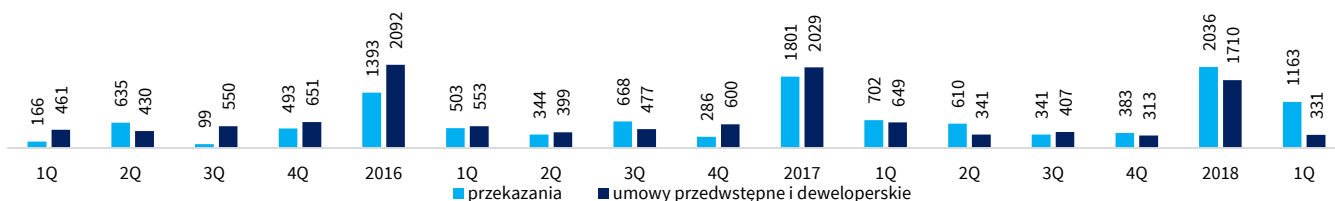
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. LC Corp sprzedał 331 wobec 649 mieszkań w 1Q 2018 r. Naszym zdaniem jest to spowodowane mocnym wyprzedaniem oferty dewelopera w poprzednich okresach. Uważamy, że strategia Grupy zakładająca sprzedaż 2 000 lokali rocznie w bieżącym roku ponownie może nie zostać wykonana i tegoroczna kontraktacja będzie oscylować wokół ubiegłorocznego poziomu (1 710 mieszkań).
- W 1Q 2019 r. deweloper przekazał rekordowe 1 163 mieszkania, co jest wynikiem przesunięcia harmonogramu niektórych inwestycji Grupy. Tegorocznym celem dewelopera jest rozpoznanie w wyniku ok. 2 000 lokali wobec 2 036 mieszkań w 2018 r.
- Nowy Zarząd dokonał zmiany strategii dotyczącej sektora komercyjnego. Deweloper zamierza dążyć do sprzedaży wszystkich posiadanych biurowców. LC Corp zamierza budować, komercjalizować, a następnie sprzedawać budynki zamiast czerpać długoterminowe korzyści z najmu.
- Na koniec 2018 r. deweloper posiadał w ofercie 1 123 lokale. W bieżącym roku LC Corp zamierza rozpocząć pierwszą inwestycję w Katowicach, w której może docelowo powstać nawet 1,2 tys. mieszkań. Grupa posiada już niezbędne pozwolenie na budowę I etapu projektu. W bieżącym roku deweloper może wprowadzić do oferty 2 445 lokali, jednak należy spodziewać się kolejnych przesunięć na skutek problemów z otrzymaniem decyzji administracyjnych.

Lokale do wprowadzenia w 2019 r. według stanu na dzień 31.12.2018 r.

Lokalizacja	Liczba projektów	Liczba lokali
Warszawa	4	661
Wrocław	3	503
Kraków	5	674
Gdańsk	4	517
Katowice	1	90
<b>Razem</b>	<b>17</b>	<b>2 445</b>

## Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

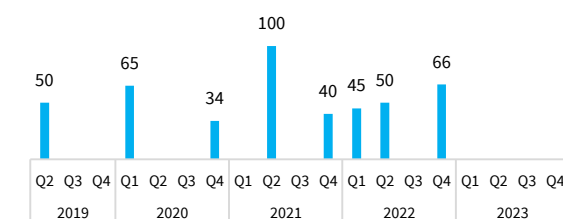


## Finanse

- LC Corp kolejny rok z rzędu zwiększa poziom przychodów oraz zysku netto, który w 2018 r. po korektach wyniósł 166,9 mln PLN (+14,7% r/r). Deweloper zamierza przeznaczać do 75% jednostkowego zysku netto do podziału między akcjonariuszy.
- Grupa cały czas dba o efektywność kosztową. Łączny udział kosztów sprzedaży i kosztów zarządu w przychodach Grupy wyniósł w 2018 r. jedynie 6,6% wobec 7,2% w 2017 r. Bardzo dobra dyscyplina kosztowa pozwala deweloperowi generować jedne z najwyższych marż w branży.
- W ostatnich kwartałach LC Corp nie odnotował znaczących wydatków na rozbudowę banku ziemi, deweloper uzupełniał jedynie swoje zasoby nabywając niewielkie grunty we Wrocławiu. W lutym 2019 r. Spółka przeznaczyła 2,9 mln PLN netto za działkę o powierzchni 0,3437 ha (ok. 44 lokale), zaś w marcu bieżącego roku 1,8 mln PLN netto na grunt o powierzchni 0,6928 (ok. 126 lokali), 7,2 mln PLN netto na nieruchomości o powierzchni 0,1413 ha (ok. 57 lokali) oraz 6,8 mln PLN netto na działkę o powierzchni 0,8564 ha (ok. 29 lokali).
- W kwietniu 2019 r. deweloper poinformował o zawarciu przedwstępnych umów sprzedaży budynku Retro Office we Wrocławiu oraz budynków biurowych Silesia Star w Katowicach. Łączna cena sprzedaży została ustalona na kwotę 113,2 mln EUR. Dodatkowo, cały czas trwają rozmowy dotyczące zbycia biurowca Wola Center, w którym istotnym czynnikiem negocjacyjnym są losy większościowego najemcy budynku. Deweloper zamierza do końca 2020 r. dokonać przebudowy Sky Tower, która ma doprowadzić do zwiększenia powierzchni biurowej kosztem części handlowej. Naszym zdaniem w średnim terminie sprzedaż biurowca Sky Tower jest mało prawdopodobna. Środki ze sprzedaży budynków zostaną przeznaczone na dywidendę bądź skup akcji własnych.
- W czerwcu bieżącego roku deweloper jest zobowiązany do wykupu obligacji o wartości nominalnej 50,0 mln PLN. LC Corp pracuje obecnie nad refinansowaniem wspomnianego zadłużenia. Należy spodziewać się, że na skutek uruchomienia znaczącej liczby inwestycji bieżący rok będzie sporym obciążeniem dla bilansu dewelopera.
- Po zmianie właściciela, która miała miejsce w ubiegłym roku, blisko 70% akcji LC Corp posiadają Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE), co w związku z wciąż niepewną sytuacją odnośnie przeniesienia środków z OFE nie zapewnia stabilności struktury właścicielskiej dewelopera.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	547,0	706,2	796,7
Przychody	401,9	562,5	649,0
Zysk brutto ze sprzedaży	104,3	162,0	201,2
Marża brutto ze sprz.	25,9%	28,8%	31,0%
Zysk netto	113,1	80,2	160,4
Marża netto	20,7%	11,4%	20,1%
Kapitał własny	1 396,2	1 448,4	1 497,8
Zadłużenie finansowe	1092,0	1081,7	1214,5
Zadłużenie finansowe	394,5	444,9	485,5
Kredyty i inne	88,0	88,2	33,2
Obligacje	306,5	356,7	452,3
% obligacji w zadłużeniu	77,7%	80,2%	93,2%
Gotówka	158,9	163,3	259,9
Dług netto	235,6	281,6	225,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,3%	56,1%	58,1%
Dług netto/KW	52,8%	50,9%	49,9%

Segment deweloperski			
Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
LCC004060619	50,0	W6M+3,50%	06/2019
LCC005200320	65,0	W6M+3,20%	03/2020
LCC007100521	100,0	W6M+3,50%	05/2021
LCC008061021	25,0	W6M+3,50%	10/2021
LCC009061021	15,0	W6M+3,50%	10/2021
LCC010050622	50,0	W6M+3,20%	06/2022
LCC011280222	45,0	W6M+3,20%	02/2022
LCC1910200Z1	34,0	W6M+2,80%	10/2020
LCC1910200Z2	66,0	W3M+3,80%	10/2022
<b>Suma</b>	<b>450,0</b>		



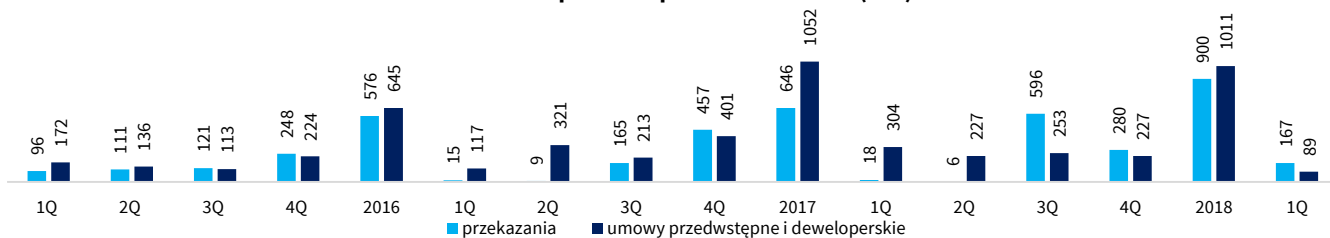
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Lokum Deweloper

## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Grupa Lokum Deweloper zakontraktowała 89 lokali, co oznacza znacznie niższy wolumen w stosunku do 1Q 2018 r. (-70,7%). Spadek sprzedaży jest wynikiem niewystarczającej oferty, która nie została uzupełniona na skutek przesunięcia harmonogramu inwestycji w wyniku nieotrzymania niezbędnych decyzji administracyjnych. W całym 2018 r. deweloper zakontraktował 1 011 mieszkań i kolejny rok z rządu zrealizował swój cel sprzedażowy. Grupa zamierza w bieżącym roku osiągnąć kontraktację na poziomie 800 lokali. Zgodnie z harmonogramem inwestycji Grupy należy spodziewać się, że większa część sprzedaży będzie miała miejsce w 2H 2019 r. Grupa Lokum Deweloper dąży obecnie do uzupełnienia oferty. W ostatnim czasie do sprzedaży trafiło 98 lokali w ramach inwestycji Lokum Villa Nova.
- W 1Q bieżącego roku deweloper przekazał 167 mieszkań, co stanowi najwyższy w historii Grupy poziom osiągnięty w pierwszym kwartale roku. W całym 2018 r. Grupa Lokum Deweloper przekazała rekordowe 900 lokali wobec 646 mieszkań w 2017 r. Na koniec ubiegłego roku realizacja potencjału na 2018 r. wynosiła 92% (900 lokali z 973 możliwych do rozpoznania), z kolei na 2019 r. 75% (671 lokali z 892 możliwych do rozpoznania). Wysoki potencjał rozpoznania w 2021 r. wynoszący 1 766 lokali jest pochodną przesunięcia harmonogramu przyszłych inwestycji Grupy.
- W 2018 r. Grupa Lokum Deweloper z sukcesem rozbudowywała swój bank ziemi. W ubiegłym roku Spółki Grupy nabyły i zakontraktowały 26 ha gruntów o łącznej wartości 202 mln PLN, z czego 109 mln PLN Grupa opłaciła w 2018 r., zaś pozostała płatność w wysokości 93 mln PLN została odroczonej do marca i grudnia 2021 r. Grupa Lokum Deweloper posiada bardzo atrakcyjnie nabyty bank ziemi, który potwierdza niską wartość wskaźnika ceny zakupu gruntu przypadającej na jeden lokal, który na koniec 2018 r. wyniósł 30 tys. PLN / lokal. W połowie kwietnia 2019 r. Grupa zawarła dwie umowy nabycia sąsiadujących nieruchomości przy ul. Stoczniovej we Wrocławiu. Pierwsza (warunkowa) dotyczy gruntu o powierzchni 2,4 ha, druga (przedwstępna) dotyczy się działki o wielkości 0,4ha. Łączna wartość dwóch umów sięga kwoty 20,0 mln PLN netto. Zakupione grunty umożliwią Grupie realizację przedsięwzięcia deweloperskiego dla ok. 500 lokali.
- Pomimo trudności, z którymi w 2018 r. mierzyła się cała branża deweloperska (w szczególności związanymi z przedłużającymi się procesami administracyjnymi oraz wzrostem kosztów budowy), Grupa Lokum Deweloper zrealizowała wszystkie inwestycje zgodnie z przyjętym harmonogramem. Terminowa realizacji projektów była w dużej mierze możliwa dzięki pełnieniu funkcji generalnego wykonawcy.

### Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

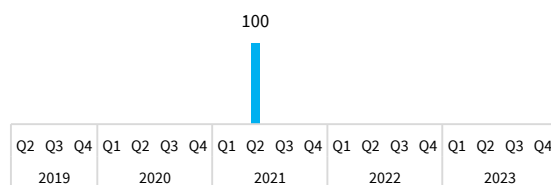


## Finanse

- Grupa w 2018 r. przekazała rekordowe 900 lokali, co skutkowało dynamicznym wzrostem przychodów do poziomu 322,4 mln PLN (+45,7% r/r). Pomimo rosnących kosztów wykonawstwa oraz znaczących podwyżek cen materiałów budowlanych, Grupa zdołała utrzymać wysoki poziom marży brutto na sprzedaży.
- W ubiegłym roku Grupa z sukcesem zrealizowała przyjętą przez Zarząd strategię, prowadzącą do osiągania marży zysku netto na poziomie przekraczającym 20%. Spadek zysku netto w 2018 r. względem 2017 r. został spowodowany ujęciem w rachunku wyników podatku dochodowego w kwocie 15,6 mln PLN (podatek dochodowy w 2017 r. wyniósł -13,9 mln PLN).
- Dobry pod względem wyników 2018 r. pozwolił Grupie zgromadzić znaczne nadwyżki środków pieniężnych, które umożliwiły Lokum Deweloper zrealizowanie przedterminowego wykupu obligacji serii D (75,0 mln PLN) oraz zarekomendowanie przez Zarząd wypłaty dywidendy (36,0 mln PLN).
- Grupa w dużej mierze finansuje swoją działalność kapitałem własnym, który na koniec 2018 r. wyniósł 349,6 mln PLN, co oznacza ponad 52 mln PLN wzrost w stosunku do 2017 r. Grupa Lokum Deweloper zakończyła ubiegły rok bez zobowiązań z tytułu kredytów bankowych.
- Zgodnie z deklaracjami Zarządu, Grupa Lokum Deweloper w drugiej połowie ubiegłego roku znacząco zredukowała zadłużenie finansowe netto. Na koniec 2018 r. dług netto wynosił 34,8 mln PLN w stosunku do 158,2 mln PLN na koniec czerwca 2018 r. Biorąc pod uwagę środki zgromadzone na rachunkach powierniczych, Grupa posiadała ujemny dług netto, co oznacza, że środki pieniężne Grupy Lokum Deweloper przekraczały poziom zadłużenia finansowego Grupy.
- Grupa Lokum Deweloper kolejny rok z rządu wykazała dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, które na koniec ubiegłego roku wyniosły 39,3 mln PLN. Pomimo znaczących nakładów na rozwój banku ziemi, Grupa wygenerowała wzrost salda środków pieniężnych o 5,5 mln PLN.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	189,3	221,2	322,4
Zysk brutto ze sprz.	60,4	88,2	115,2
Marża brutto ze sprz.	31,9%	39,9%	35,7%
Zysk ze sprz.	44,8	67,8	96,6
Marża zysku ze sprz.	23,7%	30,6%	29,9%
Zysk netto	46,9	76,6	73,0
Marża netto	24,8%	34,6%	22,6%
Kapitał własny	243,0	297,3	349,6
Zadłużenie finansowe	101,2	174,8	175,3
Kredyty i inne	0,2	0,7	0,5
Obligacje	101,0	174,1	174,7
% obligacji w zadłużeniu	99,8%	99,6%	99,7%
Gotówka	56,0	135,0	140,5
Dług netto	45,2	39,8	34,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,0%	47,9%	51,9%
Dług netto/KW	18,6%	13,4%	9,9%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
E	100	W6M+3,10%	06/2021



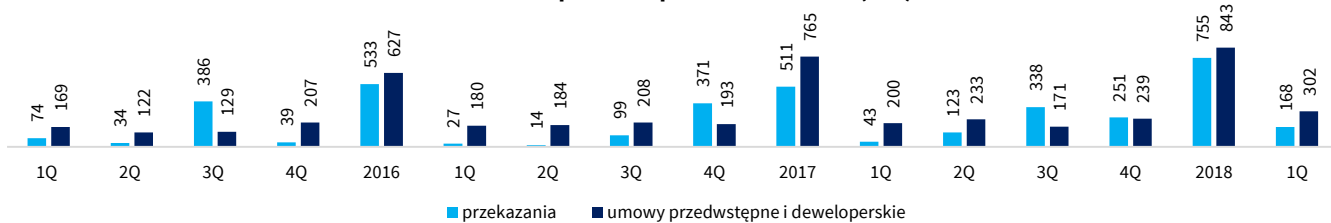
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Marvipol Development

## Działalność operacyjna

- W pierwszym kwartale 2019 r. deweloper sprzedał 302 lokale wobec 200 mieszkań w 1Q 2018 r. Duży wpływ na wysoki poziom kontraktacji w 1Q bieżącego roku miała bardzo dobra sprzedaż inwestycji Riviera Park. Marvipol powinien być również zadowolony z kontraktacji inwestycji W Apartments, która odpowiadała za 20% całkowitego wolumenu sprzedaży w 1Q 2019 r. Deweloper zakłada, że w 2019 r. zdoła osiągnąć dwucyfrowy (w ujęciu procentowym) wzrost liczby sprzedanych lokali.
- W 1Q bieżącego roku Marvipol wydał klientom 168 lokali wobec 43 w 1Q 2018 r. Zarząd dewelopera zakłada, że w 2019 r. Grupa co najmniej utrzyma poziom przekazania osiągnięty w 2018 r., w którym rozpoznana w wyniku 755 mieszkań.
- Na dzień 26.03.2019 r. Spółka posiadała 2 290 mieszkań w budowie, z czego 32% zostały już sprzedane. W 2018 r. Marvipol wprowadził do realizacji 6 projektów na 1,1 tys. lokali (59,5 tys. mkw. PU), z kolei w bieżącym roku Grupa może wprowadzić do realizacji 7 projektów opiewających na 1,2 tys. lokali (51,5 tys. mkw. PU).
- W 2018 r. Marvipol pracował nad rozwojem banku ziemi, na którego rozbudowę przeznaczył w ubiegłym roku 57,3 mln PLN. Grupa nabyła działki na warszawskim Powiślu, Pradze Północ oraz nieruchomości w Kołobrzegu. Podpisała również umowy przedwstępne nabycia dwóch gruntów na Bielanach, jednym na Mokotowie, Ursusie i Ursynowie oraz przy al. Grunwaldzkiej w Gdańsku. W kolejnych latach deweloper planuje realizację dużej inwestycji na warszawskim Ursusie, gdzie do 2027 r. zagospodaruje ok. 42 tys. powierzchni użytkowej.
- Spółka z roku na rok zwiększa swoją ekspozycję na bardziej zamożną część społeczeństwa. W 2018 r. udział sprzedaży lokali o cenie jednostkowej powyżej 350 tys. PLN wyniósł 78% wobec 45% w 2017 r.
- Deweloper coraz mocniej zaznacza swoją obecność na rynku magazynowym. Grupa zrealizowała już 12 projektów magazynowych, z których 4 zostały już sprzedane, a 1 przedwstępnie sprzedany. Marvipol zakłada, że w 2019 r. zdoła sprzedać co najmniej 5 inwestycji magazynowych, a zbyte inwestycje zdoła zastąpić nowymi projektami. Deweloper zamierza utrzymać zaangażowanie kapitałowe w segmencie magazynowym na poziomie ok. 200 mln PLN.

### Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



## Finanse

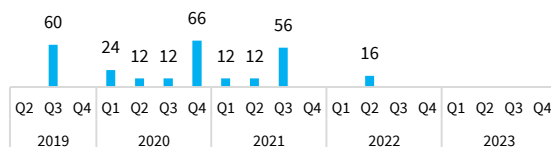
- W 2018 r. segment deweloperski Grupy Marvipol dynamicznie zwiększył poziom przychodów, które na koniec ubiegłego roku wyniosły 266,1 mln PLN wobec 185,7 mln PLN w 2017 r. (+43,3% r/r). Dodatkowo, warto podkreślić, że Grupa w 2018 r. osiągnęła zadowalającą marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 23,3% w stosunku do 20,5% w 2017 r.
- Grupa osiągnęła w 2018 r. 47,3 mln PLN zysku netto, z czego 20,0 mln PLN wygenerował sektor magazynowy, który odgrywa coraz istotniejszą rolę w działalności Grupy. Plany Grupy dotyczące sprzedaży 5 projektów magazynowych, pozwalają zakładać, że segment magazynowy będzie mieć wyższy udział w tegorocznym zysku netto niż działalność deweloperska.
- Zarząd Grupy poinformował, że zamierza dążyć do dalszego zwiększania poziomu kapitału własnego, w związku z czym nie spodziewamy się, aby w bieżącym roku, jak i w średnim terminie Spółka zamierzała dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.
- W kwietniu 2019 r. Marvipol ustanowił trzyletni program emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej do 250,0 mln PLN. Należy przypomnieć, że pod koniec czerwca 2018 r. Spółka w ramach ustanowionego programu wyemitowała obligacje serii W o łącznej wartości nominalnej 40,0 mln PLN.
- Spodziewamy się, że Marvipol w drugiej połowie bieżącego roku będzie dążyć do refinansowania serii S, której obligacje o wartości 60,0 mln PLN zapadają w sierpniu 2019 r. W przypadku nieosiągnięcia zadowalających dla Grupy parametrów nowego długu, zakładamy, że Marvipol sfinansuje wykup środkami własnymi, co może negatywnie przełożyć się na harmonogram realizowanych przez Grupę projektów.
- W 2018 r. do segmentu mieszkaniowego Grupy przypisane było 105,3 mln PLN środków pieniężnych (wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych) wobec 191,2 mln PLN na koniec 2017 r. Dodatkowo, w ubiegłym roku Marvipol zwiększył zadłużenie finansowe segmentu o 25,6 mln PLN, co wpłynęło na wzrost poziomu długu netto, który na koniec 2018 r. dla segmentu mieszkaniowego wyniósł 236,2 mln PLN (+89,4% r/r).

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	219,4	185,7	266,1
Zysk brutto ze sprzedaży	35,7	38,1	62,1
Marża brutto ze sprz.	16,3%	20,5%	23,3%
Zysk netto	31,0	23,0	27,3
Marża netto	14,1%	12,4%	10,3%
Kapitał własny	347,2	219,5	178,8
Zadłużenie finansowe	173,9	315,9	341,5
Kredyty i inne	32,5	68,1	57,3
Obligacje	141,4	247,7	284,2
% obligacji w zadłużeniu	81,3%	78,4%	83,2%
Gotówka	170,9	191,2	105,3
Dług netto	3,0	124,7	236,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,9%	70,0%	75,7%
Dług netto/KW	0,9%	56,8%	132,1%

Segment mieszkaniowy

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
R	24,0	W3M+marża	01/2020
S	60,0	W6M+3,60%	08/2019
T	80,1	W6M+3,50%	08/2020 (12,0 PLN) 02/2021 (12,0 PLN) 08/2021 (56,1 PLN)
U	66,0	W6M+3,90%	06/2020 (12,0 PLN) 06/2021 (12,0 PLN) 06/2022 (16,0 PLN)

**Suma 146**



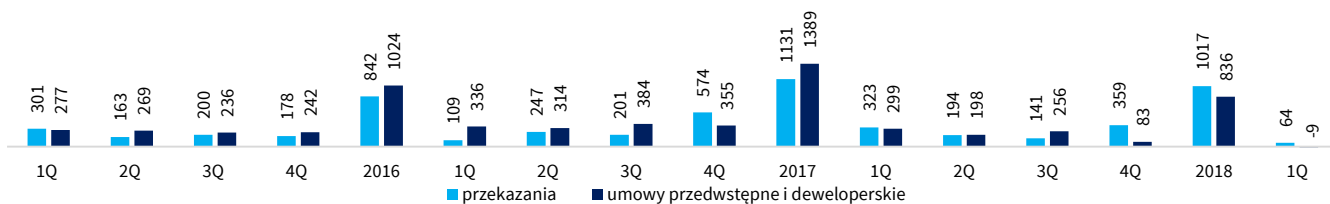
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



## Działalność operacyjna

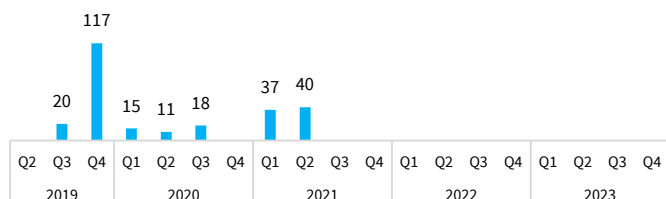
- W 1Q 2019 r. deweloper sprzedał w ramach umów przedwstępnych i rezerwacyjnych 95 lokali, jednocześnie odnotowując 104 anulacje umów zawartych w ubiegłym roku. Oznacza to, że w pierwszym kwartale bieżącego roku Spółka odnotowała ujemną sprzedaż, co jest niespotykane w branży. W 1Q 2019 r. deweloper rozpoznał w wyniku 64 mieszkania.
- Polnord poinformował, że miał ograniczoną możliwość sprzedaży lokali z inwestycji Stacja Kazimierz ze względu na stan prawny nieruchomości, który według informacji otrzymanych od Spółki jest już uregulowany. Naszym zdaniem ponowne wprowadzenie inwestycji do oferty pozwoli deweloperowi zrealizować wyższe marże w stosunku do pierwotnie zakontraktowanych mieszkań. Deweloper zrezygnował z inwestycji Senatorska ze względu na niesatysfakcjonującą rentowność inwestycji oraz podniósł ceny lokali realizowanych w ramach projektu Fotoplastykon w Gdańsku, co skutkowało rezygnacjami klientów. W 2019 r. Polnord zdecydował się również wycofać z oferty inwestycję Tęczowy Las (Olsztyn – 142 lokale) oraz wstrzymać realizację projektu Zgierska w Łodzi, ponownie tłumacząc swoją decyzję niezadawalającą marżowością projektów.
- Deweloper planuje w 2019 r. sprzedać 335 lokali z bieżących projektów, kolejne 225 mieszkań w ramach nowych inwestycji oraz ok. 40 lokali, na które składać się mają pojedyncze mieszkania, które pozostały w ofercie zrealizowanych już inwestycji. Zgodnie z planami Zarządu, zakładana na bieżący rok sprzedaż ważona udziałem Polnord powinna wynieść ok. 570 lokali.
- Na koniec 2018 r. w ofercie Polnord znajdowało się 855 lokali (Spółka wycofała inwestycję Tęczowy Las (119 lokali), Senatorska (213 lokali) oraz projekt Zgierska w Łodzi). W 2019 r. deweloper zamierza wprowadzić do sprzedaży 8 inwestycji opiewających na 919 lokali, 230 pokoi hotelowych oraz 11 domów o łącznej PUM wynoszącej 42,9 tys. mkw. (dane ważone udziałem Polnord). W naszej ocenie w bieżącym roku Spółka nie będzie prowadzić wzmocnionych działań prowadzących do powiększania banku ziemi. Jesteśmy zdania, że deweloper będzie realizować nowe projekty na posiadanych już gruntach.

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



## Finanse

- Wzrostowi przychodów Polnord w 2018 r. towarzyszył spadek marży brutto do poziomu 11,6% (-0,9 p.p r/r). W ubiegłym roku Spółka odnotowała istotny wzrost kosztów ogólnego zarządu (+44,3% r/r). W związku z działaniami reorganizacyjnymi prowadzącymi do restrukturyzacji zatrudniania, deweloper zdecydował o założeniu rezerw związanych z kosztami planowanych odpraw.
- Polnord w 2018 r. osiągnął -86,2 mln PLN straty netto, głównie na skutek zdarzeń jednorazowych. Największy negatywny wpływ na wyniki miało spisanie należności z tyt. podatku dochodowego oraz aktywa z tyt. podatku odroczonego (-21,9 mln PLN) oraz liczne odpisy należności.
- W bieżącym roku Spółka jest zobowiązana do wykupu obligacji o wartości 136,8 mln PLN. Deweloper zamierza w 2019 r. zgromadzić środki na terminowy wykup wymagalnych w 2019 r. zobowiązań odsetkowych poprzez refinansowanie długu oraz zbycie aktywów nieoperacyjnych.
- W związku z powyższym, Polnord planuje w bieżącym roku sprzedać grunty nieoperacyjne za cenę ok. 70 mln PLN oraz zbyć biurowce Wilanów Office Park. Deweloper poinformował, że proces sprzedaży biurowców jest w fazie negocjacji z PHN. Zarząd Polnord spodziewa się, że w najbliższym czasie dojdzie do rozliczenia transakcji. Na koniec 2018 r. Budynek B1 posiadał 34,3 mln PLN kredytu, zaś budynek B3 21,5 mln PLN.
- Spółka jest obecnie w fazie reorganizacji. Przypominamy, że w lutym 2018 r. deweloper rozpoczął przegląd opcji strategicznych, który wciąż nie został zakończony. Zarząd Polnord poinformował, że w czerwcu bieżącego roku opublikuje strategię Spółki na lata 2019 – 2023.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	176,7	293,6	307,6
Przychody	163,6	275,0	291,3
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	34,4	33,9
Marża brutto	30,8%	12,5%	11,6%
Zysk netto	-16,9	3,3	-86,2
Marża netto	-9,6%	1,1%	-28,0%
Kapitał własny	705,6	708,1	601,2
Zadłużenie finansowe	487,7	418,3	330,7
Kredyty i inne	156,8	131,9	76,3
Obligacje	330,8	286,4	254,4
% obligacji w zadłużeniu	67,8%	68,5%	76,9%
Gotówka	143,5	119,7	73,0
Dług netto	344,1	298,6	257,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,5%	51,8%	51,1%
Dług netto/KW	48,8%	42,2%	42,9%

### Działalność deweloperska

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
D	60,0	W6M + marża	12/2019
O	20,0	W3M + marża	07/2019
NS4	30,0	W3M + 4,05%	12/2019
NS6	6,8	W3M + 4,35%	12/2019
NS5	20,0	W6M + 4,00%	12/2019
NS7	14,7	W3M + 4,05%	02/2020
NS8	5,3	W3M + 4,20%	04/2020
NS9	5,2	W3M + 4,50%	05/2020
NS10	18,0	W3M + 4,35%	09/2021
p	36,8	W3M + marża	03/2021
MB3	40,0	W6M + marża	06/2021
<b>Suma</b>	<b>286,8</b>		

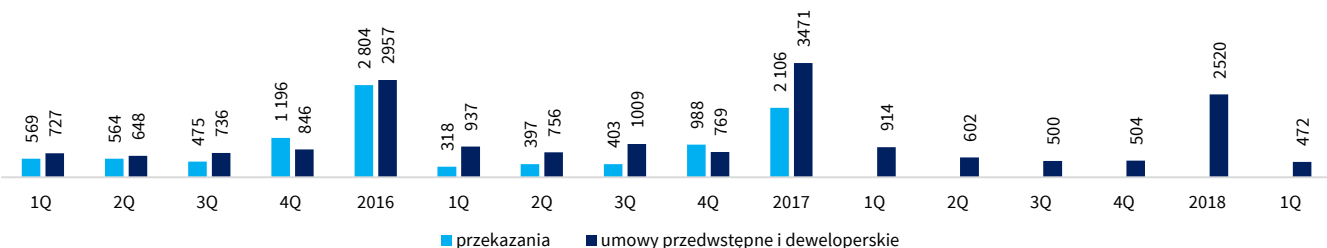
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. Robyگ sprzedał 472 lokale wobec 914 mieszkań w 1Q 2018 r. Spółka zamierza w bieżącym roku osiągnąć kontraktację na poziomie ok. 2 700 lokali w stosunku do 2 520 lokali sprzedanych w 2018 r. Dodatkowo, Robyگ zamierza w 2019 r. przekazać swoim klientom 2 800 – 3 000 lokali, co naszym zdaniem będzie zadaniem wymagającym. Biorąc pod uwagę harmonogram realizacji inwestycji Spółki, należy spodziewać się, że największa część rozpoznanych mieszkań w przychodach dewelopera przypadnie na ostatni kwartał bieżącego roku.
- W 2018 r. deweloper przeznaczył na rozbudowę banku ziemi ok. 207 mln PLN. W ubiegłym roku Spółka zakontraktowała nowe grunty o potencjale budowy ok. 4,2 tys. lokali, w tym 2,1 tys. w Warszawie (53 tys. PLN / lokal), 1,7 tys. w Gdańsku oraz 0,4 tys. we Wrocławiu. Na koniec grudnia 2018 r. deweloper posiadał łączne zasoby gruntów na 12 350 lokali oraz ofertę opiewającą na 2 052 mieszkania (z czego 5% stanowiły mieszkania już ukończone). W listopadzie 2018 r. Spółka rozpoczęła działalność we Wrocławiu w dzielnicy Jagodno i planuje ekspansję do kolejnych dużych miast. W przyszłości Robyگ zamierza utrzymywać bank ziemi na zbliżonym do obecnego poziomie.
- Na koniec ubiegłego roku Robyگ posiadał ok. 2 910 lokali w budowie oraz 2 650 mieszkań wprowadzonych do sprzedaży, których budowa jeszcze nie została rozpoczęta. Spółka rozpoczęła sprzedaż 19 etapów inwestycji mieszkaniowych opiewających na ok. 2,3 tys. lokali.
- Szacunkowa liczba lokali, które mają zostać zakończone w 2019 r. wynosi ok. 2,8 tys. mieszkań, w 2020 r. potencjał zakończenia budów oscyluje na poziomie 3,8 tys. lokali, zaś w 2021 r. na poziomie 3,6 tys. mieszkań. Naszym zdaniem w kolejnych okresach może dojść do przeszacowań, które będą konsekwencją między innymi przedłużających się procedur administracyjnych, z którymi deweloper miał ostatnio problem przy otrzymaniu pozwolenia na budowę projektu Young City 2.

Bank ziemi (31.12.2018 r.)	Planowana liczba lokali
Warszawa	5 390
Gdańsk	6 120
Wrocław	840
<b>Razem</b>	<b>12 350</b>

## Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)

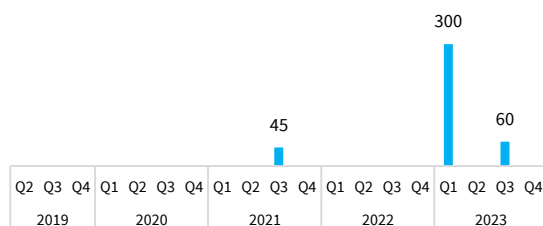


## Finanse

- W 2018 r. Robyگ kolejny rok z rzędu odnotował rekordowy poziom przychodów, które w ubiegłym roku po raz pierwszy w historii przekroczyły 1 mld PLN i finalnie wyniosły 1 034,5 mln PLN (+40,2% r/r). Dynamiczny wzrost obrotów nie wpłynął istotnie na osiągniętą przez dewelopera w 2018 r. marżę brutto na sprzedaży, która spadła z 26,5% w 2017 r. do 25,8% w roku ubiegłym.
- Pomimo znaczącego wzrostu sprzedaży, Grupa wciąż utrzymywała dobrą dyscyplinę kosztową, co potwierdza spadek kosztów sprzedaży z 29,4 mln w 2017 r. do poziomu 26,3 mln PLN na koniec grudnia 2018 r. (-3,1 mln PLN r/r). Warto zaznaczyć, że ok. 20% sprzedaży stanowią lokale, które zostały sprzedane w ramach programu poleceń klientów. W 2018 r. Robyگ odnotował natomiast wzrost kosztów ogólnego zarządu o 4,1 mln PLN.
- W ubiegłym roku deweloper ujął w wyniku jednorazowy koszt w wysokości 10,1 mln PLN (w tym VAT) z tytułu poniesienia kosztów związanych z nabyciem przez Bricks Acquisitions Limited w ramach publicznego wezwania, a następnie przymusowego wykupu akcji Spółki.
- Spółka w 2018 r. wygenerowała 181,5 mln PLN zysku netto (+33,9% r/r), którymi częściowo zamierza podzielić się z akcjonariuszami. Zarząd Robyga zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2018 r. w wysokości 0,38 PLN na akcję, co oznacza, że deweloper przeznaczy do podziału między akcjonariuszy 110,0 mln PLN.
- W styczniu 2019 r. Robyگ zawarł umowę kredytu obrotowego na kwotę 100,0 mln PLN z ostatecznym terminem spłaty do stycznia 2022 r. z przeznaczeniem na bieżące finansowanie działalności.
- Przypominamy, że w 2018 r. deweloper dokonał wykupów serii obligacji o łącznej wartości 339,6 mln PLN. Obecnie naszym zdaniem Grupa posiada komfortową strukturę zapadalności długu odsetkowego. Uważamy, że wsparcie inwestora strategicznego jest w stanie w dużej mierze przyczynić się do dalszego rozwoju Grupy przy udziale finansowania zewnętrznego.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	517,1	737,9	1034,5
Zysk brutto ze sprz.	116,1	195,2	266,8
Marża brutto ze sprz.	22,5%	26,5%	25,8%
EBIT	122,9	173,8	224,0
Marża EBIT	23,8%	23,6%	21,7%
Zysk netto	104,0	135,5	181,5
Marża netto	20,1%	18,4%	17,5%
Kapitał własny	561,1	694,8	705,0
Zadłużenie finansowe	819,8	726,7	721,9
Kredyty i inne	423,1	338,7	313,1
Obligacje	396,7	388,0	408,8
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	56,6%
Gotówka	327,7	379,3	322,2
Dług netto	492,1	347,4	399,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	65,1%	69,5%
Dług netto/KW	87,7%	50,0%	56,7%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
S	45,3	W6M + 2,90%	07/2021
PA	300,0	W6M + 2,70%	03/2023
PB	60,0	W6M + 2,85%	07/2023
<b>Suma</b>	<b>570,6</b>		



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# Ronson Development SE

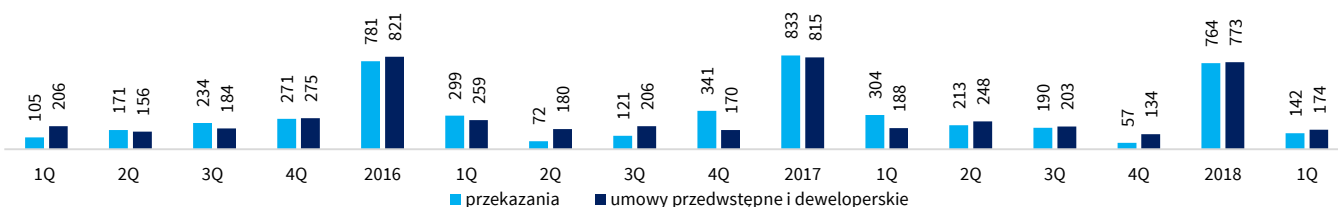
## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. deweloper zakontraktował 174 mieszkania wobec 188 lokali w 1Q 2018 r. Ronson zakończył ubiegły rok z mocno wyprzedaną ofertą, która na koniec grudnia wynosiła jedynie 562 mieszkania. W 1Q 2019 r. Ronson uruchomił nowe projekty obejmujące łącznie ok. 460 lokali. Uważamy, że realizacja celu sprzedażowego, zakładającego kontraktację 800 mieszkań w 2019 r. jest ambitnym zadaniem.
- W 1Q 2019 r. deweloper przekazał klientom 142 mieszkania, które zostaną rozpoznane w wyniku pierwszego kwartału 2019 r. W 1Q bieżącego roku przekazano klucze od ok. 100 lokali II etapu osiedla Miasto Moje oraz 14 mieszkań z inwestycji Nova Królikarnia. Ronson Development określił tegoroczny cel przekazania na poziomie 800 lokali.
- W całym 2019 r. Ronson Development zamierza ukończyć inwestycje obejmujące łącznie ponad 1 100 mieszkań. Deweloper posiada obecnie w realizacji ok. 1,4 tys. lokali, z czego blisko 800 mieszkań w Warszawie.
- W 1Q 2019 r. deweloper uruchomił sprzedaż największego w swojej historii projektu. Na nabytym za 81,2 mln PLN gruncie w Ursusie, Ronson wybudują ok. 1,6 tys. mieszkań, z czego 138 lokale w ramach I etapu inwestycji. Dodatkowo, w 1Q 2019 r. Spółka sfinalizowała umowę zakupu projektu Wilanów Tulip (50% udział w ramach joint venture) oraz sprzedała grunt we Wrocławiu (Matisse II) za 6,5 mln PLN netto.
- W pierwszych miesiącach 2019 r. Spółka podjęła uchwałę w sprawie skupu akcji własnych (nie więcej niż 2,5 mln akcji).

## Projekty deweloperskie w przygotowaniu wg stanu na 31.12.2018 r.

Bank ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Szczecin	3	717	58,3
Wrocław	2	478	28,3
Warszawa	5	3 486	201,3
Poznań	2	226	15,5
<b>Razem</b>	<b>12</b>	<b>4 907</b>	<b>303,4</b>
Projekty rozpoczęte w 1Q 2019 r.			
Warszawa	1	196	10,1
Szczecin	1	115	5,8

## Kwartalna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



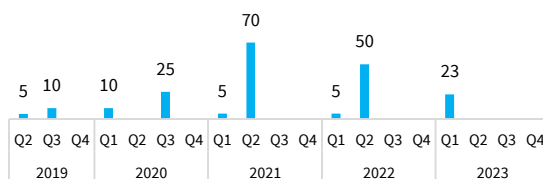
## Finanse

- W 2018 r. deweloper osiągnął przychody z tytułu projektów mieszkaniowych w wysokości 294,1 mln PLN, co oznacza 30,1% wzrost w stosunku do 2017 r. Ronson zdołał w ubiegłym roku poprawić marżę zysku brutto ze sprzedaży z poziomu 14,2% do 14,9%. Średnia cena mieszkań sprzedanych przez dewelopera w 2018 r. wyniosła 426 tys. PLN wobec 384 tys. PLN w 2017 r.
- Największy udział w przychodach Ronson Development miał projekt Nova Królikarnia 1a-1e, który wygenerował 69,9 mln PLN (12,9% marżowości brutto) oraz Espresso, którego etapy II-IV osiągnęły sprzedaż w wysokości 60,5 mln PLN (21,7% marżowości brutto). Należy zwrócić uwagę, że inwestycja Młody Grunwald I-III była nierentowna i przyniosła ujemną marżę brutto w wysokości -0,4%.
- W 2018 r. deweloper osiągnął 15,1 mln PLN zysku netto. Przypominamy, że w lipcu 2018 r. Spółka dokonała aktualizacji polityki dywidendowej. Ronson zamierza w nadchodzących latach dzielić się z akcjonariuszami 50% skonsolidowanego wyniku netto, jednak nie mniej niż 9,9 mln PLN.
- W marcu 2018 r. Spółka wpłaciła ostatnią transzę ceny transakcyjnej nabycia gruntu na warszawskim Ursusie, co determinowało przeniesienie kwoty 82,8 mln PLN z pozycji „Zaliczek na zakup gruntów” do „Zapasów”.
- W kwietniu bieżącego roku deweloper wykonał opcję kupna udziału w 4 spółkach celowych posiadających nieruchomości w ramach projektu Nova Królikarnia. Zapłata 33,9 mln PLN ma nastąpić w 4 ratach.
- Pod koniec stycznia 2019 r. deweloper przeprowadził emisję 4-letnich obligacji serii U o łącznej wartości nominalnej 32,3 mln PLN. Wielkość oferty nie została upubliczniona, jednak w listopadzie ubiegłego roku dyrektor finansowy Spółki szacował wartość potencjalnej transakcji na 30 – 50 mln PLN. Ronson zdołał utrzymać koszt pozyskania kapitału, który dla serii U wyniósł WIBOR 6M + 3,50%. Tym razem jednak deweloper był zobowiązany do ustanowienia zabezpieczenia (hipoteka), dodatkowo po 2 i 3 latach od dnia emisji obligacje podlegać będą okresowej amortyzacji.
- W lutym bieżącego roku deweloper poinformował, że jego spółka zależna zawarła dwie umowy kredytu dotyczące finansowania projektu Grunwald2 w Poznaniu do kwoty 56,7 mln PLN oraz finansowania podatku VAT.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	484,8	231,7	294,1
Przychody	307,6	224,4	291,8
Zysk brutto ze sprz.	59,4	31,9	43,4
Marża zysku ze sprz	19,3%	14,2%	14,9%
Zysk brutto ze sprz.	118,7	38,1	45,7
Marża brutto ze sprz.	24,5%	16,4%	15,5%
Zysk netto	65,1	11,3	15,1
Kapitał własny	361,9	342,0	343,5
Zadłużenie finansowe	226,1	211,2	243,2
Kredyty i inne	3,5	13,9	37,7
Obligacje	222,6	197,3	205,5
% obligacji w zadłużeniu	98,5%	93,4%	84,5%
Gotówka	69,1	64,9	100,8
Dług netto	157,0	146,4	142,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,3%	51,5%	57,3%
Dług netto/KW	43,4%	42,8%	41,5%

### Segment deweloperski

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
K	4,5	W6M + 3,60%	06/2019
M	10,0	W6M + 3,65%	02/2020
N	10,0	W6M + 3,60%	09/2019
Q	15,0	W6M + 3,50%	07/2020
P	10,0	5,25%	08/2020
R	50,0	W6M + 2,85%	05/2021
S	20,0	W6M + 3,40%	06/2021
T	50,0	W6M + 3,50%	05/2022
U	32,3	W6M + 3,50%	01/2021 (4,8 PLN) 01/2022 (4,8 PLN) 01/2023 (22,6 PLN)
<b>Suma</b>	<b>201,8</b>		



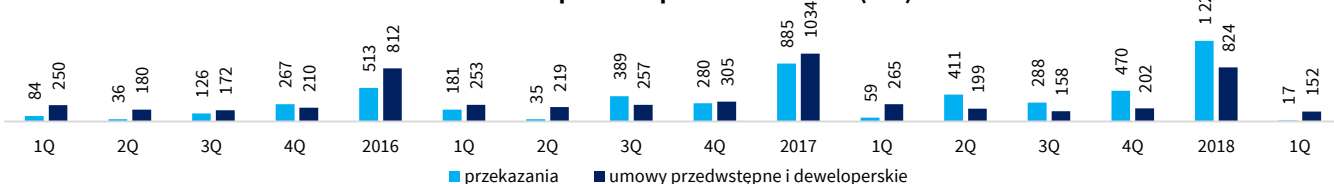
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Vantage Development

## Działalność operacyjna

- Grupa Vantage Development w 1Q 2019 r. osiągnęła wolumen kontraktacji na poziomie 152 mieszkań w porównaniu z 265 lokalami w 1Q 2018 r. Grupa podtrzymuje ubiegłoroczny cel sprzedażowy i zamierza zakontraktować ok. 900 mieszkań. Należy przypomnieć, że w ubiegłym roku deweloper sprzedał 824 lokale i tym samym nie zdołał zrealizować swoich planów. 406 wśród 824 lokali sprzedanych w 2018 r. stanowiły mieszkania z projektów, których zakończenie planowane jest na 2019 r., co umożliwi rozpoznanie części ubiegłorocznej sprzedaży w wyniku za 2019 r.
- W 1Q 2019 r. Vantage Development przekazał swoim klientom 17 lokali. Plan wydań na 2019 r. zakłada wydanie klientom kluczy do ok. 800 mieszkań. Cel przekazania na 2018 r. okazał się niedoszacowany i wynosił 1 100 lokali, jednak Grupie udało się w ubiegłym roku wydać rekordowe 1 228 mieszkań.
- Na koniec 2018 r. w ofercie Grupy znajdowało się 635 lokali. W 2019 r. Vantage Development planuje wprowadzić do oferty oraz rozpocząć realizację 6 etapów w 4 projektach obejmujących ponad 1 000 mieszkań. Zgodnie z harmonogramem inwestycji na dzień 31.12.2018 r. w 1Q 2019 r. deweloper miał rozpocząć sprzedaż inwestycji: Promenady X (237 lokali), Popowice I B (144 lokale), Buforowa I (121 lokali), w 2Q 2019 r. rozpocznie budowę i kontraktację projektów: Popowice I C (133 lokale) oraz Lubińska (259 lokali). Na drugą połowę roku przypada rozpoczęcie inwestycji i komercjalizacji Buforowa II (145 lokale) oraz Popowice II A (157 lokali).
- Uważamy, że zadowalająca sprzedaż inwestycji Promenady Wrocławskie, pozwala z optymizmem patrzeć na realizację Portu Popowice, które Vantage Development będzie realizować wraz ze spółką Rank Progress. Generalnym wykonawcą inwestycji będzie ERBUD.
- W 2018 r. Grupa wydała na nabycie nowych nieruchomości pod projekty deweloperskie 35 mln PLN, które zgodnie z szacunkami Vantage Development umożliwią realizację ok. 330 lokali. Na koniec grudnia 2018 r. deweloper posiadał bank ziemi umożliwiający budowę ok. 1,7 tys. lokali oraz grunty zabezpieczone pod ok. 1,5 tys. mieszkań.
- W styczniu 2019 r. Vantage Development poinformował o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych. Deweloper do tej pory nie poinformował o zakończeniu procesu.

### Kwartałna sprzedaż i przekazania lokali (szt.)



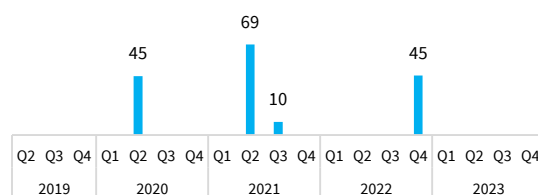
## Finanse

- Grupa w 2018 r. zanotowała 70,2% wzrost przychodów w segmencie mieszkaniowym w stosunku do 2017 r. Skokowy wzrost sprzedaży jest wynikiem przekazania 1 228 lokali mieszkalnych i usługowych (+39% r/r). Na szczególną pochwałę zasługuje fakt, że działalność deweloperska Grupy poprawiła w 2018 r. marżę brutto ze sprzedaży względem 2017 r. o 4,9 p.p. osiągając poziom 22,9%.
- Pod koniec lutego 2018 r. deweloper zakomunikował nabycie 50% gruntu we Wrocławiu o powierzchni 4,4 ha za kwotę 28,1 mln PLN brutto, zaś na początku marca Grupa poinformowała o zawarciu przedwstępnej umowy nabycia działki o powierzchni 0,7 ha w Iwinach za cenę 1,7 mln PLN.
- 11 marca 2019 r. deweloper zawarł aneks do umowy kredytowej, zwiększając kwotę nieodnawialnego limitu z 30,0 mln PLN do 40,0 mln PLN oraz przedłużając termin spłaty z grudnia 2019 r. na koniec 2021 r. Dodatkowo, w kwietniu 2019 r. spółka zależna Grupy zawarła umowę kredytu na kwotę 29 mln PLN (27 mln PLN przypada na kredyt budowlany) na finansowanie I etapu inwestycji przy ulicy Buforowej.
- W kwietniu 2019 r. deweloper w ramach 3,5 – letniej emisji obligacji serii T pozyskał 45,4 mln PLN. Grupa nabyła jednocześnie w celu umorzenia część obligacji serii O o wartości nominalnej 20,0 mln PLN. Średnia cena jednostkowa nabycia jednej obligacji wyniosła 102,44 PLN.
- W kwietniu bieżącego roku Vantage Development zawarł przyrzeczoną umowę sprzedaży budynku Delta 44 za cenę 28,7 mln PLN netto. Dodatkowo 0,3 mln PLN netto deweloper otrzyma za sprzedaż garażu. Na koniec 2018 r. wartość księgowa biurowca wynosiła 26,3 mln PLN, z kolei zadłużenie budynku sięgało 17,0 mln PLN.
- Kapitały własne Grupy spadły w 2018 r. w stosunku do 2017 r. o 12,6 mln PLN, na co główny wpływ miało nabycie akcji własnych Spółki za łączną kwotę 50,9 mln PLN oraz wypłata dywidendy w wysokości 34,5 mln PLN. Ponadto w ubiegłym roku deweloper dokonał wykupu udziałów mniejszościowych za cenę 6,0 mln PLN (nabycie od Rank Progress udziałów w spółce Port Popowice). Obniżenie poziomu kapitału własnego zostało zniwelowane przez wysoki zysk netto osiągnięty w 2018 r. (78,9 mln PLN).

w mln zł*	2016	2017	2018
Przychody	117,8	274,9	467,7
Zysk brutto ze sprz.	20,8	49,5	107,0
Marża brutto ze sprz.	17,7%	18,0%	22,9%
Zysk ze sprz.	10,5	33,3	91,2
Marża zysku ze sprz.	8,9%	12,1%	19,5%
Zysk netto	7,6	27,5	73,7
Marża netto	6,4%	10,0%	15,8%
Zadłużenie finansowe	184,3	210,5	195,9
Kredyty i inne	36,5	77,3	52,0
Obligacje	147,8	133,2	143,9
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	63,3%	73,5%
Gotówka	88,2	68,1	95,7
Dług netto	96,1	142,4	100,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,0%	65,1%	64,5%
Dług netto/KW	59,6%	69,9%	56,9%

\* Wyłącznie działalność deweloperska

Seria	Outstanding	Oprocentowanie	Data wykupu
O	45,0	W3M+4,10%	05/2020
R	69,0	W6M+4,00%	05/2021
S	10,0	W3M+4,00%	07/2021
T	45,4	W6M+4,70%	10/2022
<b>Suma</b>	<b>169,4</b>		



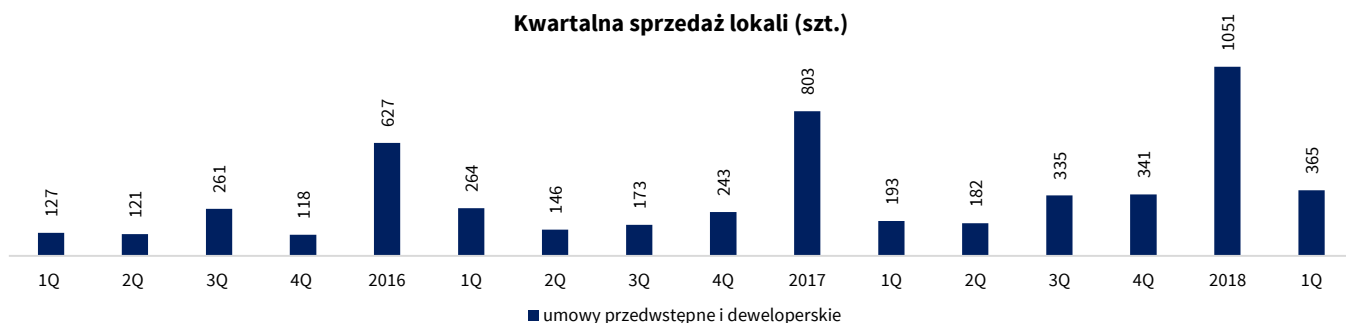
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Victoria Dom

## Działalność operacyjna

- W 1Q 2019 r. deweloper zakontraktował 365 mieszkań, co stanowi rekordowy odczyt w historii Victoria Dom. Z doniesień prasowych wynika, że tegoroczny potencjał sprzedaży Spółki w Warszawie szacowany jest na 1 500 lokali.
- Wiceprezes Zarządu poinformował, że Victoria Dom posiada ambicje by być w pierwszej trójce największych deweloperów działających w stolicy pod względem liczby sprzedawanych mieszkań. Deweloper jest obecny na Białołęce, Włochach, Ochocie, Ursusie, Pradze, Tarchominie i Bemowie oraz ma plan rozszerzenia działalności o kolejne dzielnice Warszawy.
- Pod koniec marca bieżącego roku Victoria Dom nabyła grunt za kwotę 6,0 mln PLN brutto na warszawskiej Białołęce (zadek w wysokości 1,2 mln PLN został opłacony w maju 2017 r.). Deweloper informuje, że posiada zasoby umożliwiające budowę ok. 6 tys. mieszkań w Warszawie. Na dzień dzisiejszy Spółka nie dostrzega słabnącego popytu na terenie aglomeracji warszawskiej.
- W marcu bieżącego roku deweloper wprowadził do sprzedaży kolejny etap inwestycji w warszawskim Ursusie „Ursus Factory 3” opiewający na 175 mieszkań w cenie od 6 590 PLN/mkw. Z kolei w kwietniu w prasie pojawiła się informacja dotycząca przygotowań Victoria Dom do realizacji ok. 120 lokali przy ulicy Kopalnianej (Warszawa Bemowo), które mają być gotowe w 1Q 2019 r. Ceny kontraktacji projektu Metro Półczyńska rozpoczynają się od 7,9 tys. PLN za metr kwadratowy.

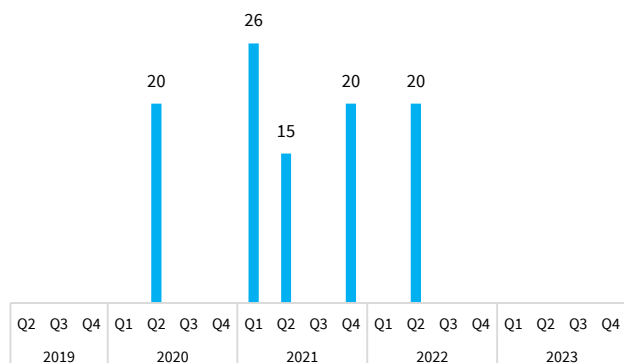
### Kwartalna sprzedaż lokali (szt.)



## Finanse

- Na dzień opublikowania niemiejszego raportu Victoria Dom nie opublikowała rocznego sprawozdania finansowego za 2018 r., który zostanie upubliczniony 15 maja 2019 r.
- W naszej ocenie deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu obligacyjnego. Najbliższy wykup (20 mln PLN) będzie mieć miejsce dopiero w czerwcu przyszłego roku.
- 31 stycznia bieżącego roku Victoria Dom zawarła umowę kredytową na kwotę 30,0 mln PLN z przeznaczeniem na finansowanie bieżącej działalności oraz refinansowanie zakupu działki położonej w warszawskim Ursusie. Ostateczny termin spłaty przypada na koniec grudnia 2020 r. Dług bankowy został zabezpieczony hipoteką do najwyższej sumy zabezpieczenia wynoszącej 44,0 mln PLN.

w mln zł	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	166,0	219,1	28,8	11,4
Zysk brutto ze sprzedaży	46,2	72,2	9,4	3,6
Marża brutto ze sprz.	27,8%	33,0%	32,8%	31,7%
Zysk ze sprz.	35,7	56,9	3,1	-6,8
Marża zysku ze sprz.	21,5%	26,0%	10,8%	-59,2%
Zysk netto	26,5	37,6	0,3	-3,5
Marża netto	16,0%	17,2%	1,1%	-30,2%
Kapitał własny	77,5	107,2	69,9	93,4
Zadłużenie finansowe	35,8	107,9	77,5	102,2
Kredyty i inne	0,7	10,9	1,4	1,2
Obligacje	35,1	97,1	76,1	101,1
% obligacji w zadłużeniu	98,0%	89,9%	98,2%	98,9%
Gotówka	24,8	24,3	27,1	74,8
Dług netto	11,1	83,6	50,4	27,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,0%	66,5%	77,0%	76,9%
Dług netto/KW	14,3%	78,0%	72,1%	29,4%



Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
D	20,0	W6M+5,6%	06/2020
E	6,1	W3M+4,25%	02/2021
F	20,0	b/d	03/2021
G	10,0	W3M+4,80%	06/2021
H	5,0	W3M+4,80%	06/2021
I	20,0	b/d	06/2021
J	20,0	b/d	05/2022
<b>Suma</b>	<b>101,1</b>		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Słownik pojęć

- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- MIFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady
- Outstanding – wartość obligacji pozostających do wykupu
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- Tenor – okres czasu liczony od dnia emisji obligacji do dnia, w którym emitent zobowiązany jest terminowo wykupić te obligacje
- Warunki emisji - dokument stanowiący warunki emisji obligacji w rozumieniu art. 5 Ustawy o Obligacjach
- WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate) – referencyjna wysokość oprocentowania kredytów na polskim rynku międzybankowym
- WIBOR 3M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 3 miesięcy
- WIBOR 6M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 6 miesięcy

## Przyjęta w raporcie metodologia

- Naszą analizą objętych zostało 15 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (z wyłączeniem środków na rachunkach powierniczych)
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- Marża brutto ze sprzedaży =  $\frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża EBIT =  $\frac{\text{EBIT}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża netto =  $\frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia =  $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
- % obligacji w zadłużeniu =  $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

## 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.

---

## Dane kontaktowe

---

### Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: [mateusz.mucha@dmnavigator.pl](mailto:mateusz.mucha@dmnavigator.pl)

### Seweryn Żołyniak

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl](mailto:seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl)

### Igor Więckowski

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [igor.wieckowski@dmnavigator.pl](mailto:igor.wieckowski@dmnavigator.pl)

**Navigator** Capital Group®  
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 630 83 33](#)

[fax: +48 22 630 83 30](#)

[mail: biuro@navigatorcapital.pl](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

[www.navigatorcapital.pl](http://www.navigatorcapital.pl)

---

