

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1Q 2021 r.

---

Warszawa, maj 2021 r.

---

# Wstęp

## Szanowni Państwo,

W najnowszej wersji naszej publikacji dokonaliśmy aktualizacji listy analizowanych deweloperów. W zestawieniu po raz pierwszy uwzględniliśmy dane Echo Investment. Natomiast ze względu na spłatę wszystkich notowanych serii obligacji, zrezygnowaliśmy z pokrycia analitycznego dla Polnord oraz Vantage Development. Pomimo aktualnego braku posiadania obligacji w obrocie przez J.W. Construction, deweloper głównie ze względu na sporą ilość ciekawych zdarzeń w 1Q 2021 r. pozostaje przedmiotem naszego tegorocznego opracowania.

Pierwszy kwartał bieżącego roku był niezwykle udanym czasem dla deweloperów mieszkaniowych. Ujęte w naszym opracowaniu spółki w 1Q 2021 r. znalazły nabywców na blisko 5,9 tys. lokali w porównaniu z 4,6 tys. jednostek przed rokiem. Silny popyt na lokale mieszkalne kolejny kwartał z rządu wspierany jest przez środowisko rekordowo niskich stóp procentowych. Bardzo dobry dostęp do finansowania bankowego sprawia, że w strukturze nabywców mocno dostrzegalni są klienci, którzy dzięki dobrej sytuacji materialnej decydują się na polepszenie komfortu swojego życia poprzez zakup większego, dogodniej skomunikowanego czy też wykończonego w wyższym standardzie mieszkania. Jesteśmy zdania, że kupujący coraz bardziej zdają sobie sprawę, że dobrze zlokalizowanych inwestycji zaczyna brakować, co determinuje w wielu przypadkach zakupy z myślą o kolejnych pokoleniach – nabywanie lokalu, który z biegiem lat zostanie przekazany dzieciom.

W bieżącym roku byliśmy świadkami pierwszych znaczących transakcji w formule PRS. Na naszym lokalnym rynku pojawiły się uznane marki, takie jak m.in. niemiecki TAG Immobilien czy też szwedzki Heimstaden. Uważamy, że pakietowa sprzedaż lokali ma przed sobą bardzo dobre perspektywy. Już dziś PRS zapewnia deweloperom dodatkowy popyt na lokale, oferując przy tym elastyczność w zakresie finansowania inwestycji. Fundusze inwestycyjne otwierają również przed deweloperami furtkę do zagospodarowania gruntów, które na dzień dzisiejszy ze względów administracyjnych nie mogą zostać przeznaczane na projekty mieszkaniowe (np. działki pod apartohotele), a tych na bilansach deweloperów nie brakuje.

Branża nie zamierza zwalniać tempa. Publikowane przez spółki tegoroczne cele sprzedażowe należy uznać za ambitne. Jednak bardzo dobra koniunktura rynkowa oraz cały czas mocno widoczny deficyt lokali mieszkalnych sprawia, że tegoroczne perspektywy sektora wyglądają bardzo obiecująco.



Mateusz Mucha  
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Obecnie największą bolączką całej branży jest szybko kurcząca się zasób atrakcyjnych gruntów - problem najbardziej widoczny jest w Warszawie. Efektywna budowa banku ziemi staje się z kwartału na kwartał coraz trudniejsza. Mniejsza liczba dostępnych działek prowadzi do mocno wygórowanych oczekiwań właścicieli gruntów. Powyższe determinuje u deweloperów nabywanie coraz trudniejszych działek (np. przemysłowych), które przed wprowadzeniem do produkcji będą musiały przejść w wielu przypadkach długoletnie procesy administracyjne.

W ostatnim czasie jesteśmy świadkami konsolidacji sektora, która w naszej ocenie będzie dalej postępować. W ostatnim czasie akwizycje przeprowadziła Grupa Robyg, Echo Investment. Warto również wspomnieć o Dom Development, które poprzez przejęcie zamierza rozszerzyć działalność o rynek krakowski.

1Q 2021 r. był kontynuacją problemów sektora z uzyskiwaniem niezbędnych decyzji administracyjnych. Pandemia COVID-19 dodatkowo wpłynęła na efektywność pracy urzędów, które w 2020 r. i bieżącym roku działają jeszcze mniej sprawnie niż w poprzednich latach.

Bieżąca sytuacja makroekonomiczna sprzyja funduszom inwestycyjnym, które w ostatnich miesiącach nie mogą narzekać na napływy nowych środków. Inwestorzy kwalifikowani w obliczu niskich kosztów długu muszą kłaść istotniejszy nacisk na oprocentowanie nabywanych obligacji, bowiem papiery tzw. *blue chipów*, czy też spółek powiązanych ze Skarbem Państwa nie oferują atrakcyjnych rentowności. Powyższe stanowi solidny argument do zwiększania zaangażowania kapitału w dług emitowany przez deweloperów, którzy posiadają przed sobą dobre perspektywy, a ich obligacje na tle pozostałych branż charakteryzują się zadowalającym poziomem marż.

Od stycznia do kwietnia 2021 r. ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy uplasowali 8 serii obligacji o łącznej wartości 846,5 mln PLN. Wśród tegorocznych emisji nietrudno doszukać się transakcji opiewających na kwoty przekraczające 100 mln PLN. Deweloperzy w ostatnim czasie nie mieli problemów zarówno z refinansowaniem zadłużenia, jak i pozyskiwaniem nowych środków na dalszy rozwój. Uważamy, że sentyment inwestycji do obligacji branży jest cały czas bardzo dobry. Tym samym spodziewamy się, że w 2Q 2021 r. będziemy świadkami kolejnych, znaczących emisji.

Opublikowane roczne sprawozdania finansowe spółek z sektora są dla nas potwierdzeniem, że zdecydowana większość analizowanych podmiotów znajduje się w dobrej sytuacji finansowej, co dodatkowo może determinować utrzymanie dobrego sentymentu obligacyjnego dla sektora, a deweloperów w kolejce po kapitał obligacyjny już dziś nie brakuje.

Bieżąca edycja raportu w wielu miejscach odnosi się do naszych oczekiwań w zakresie dalszego kształtowania się cen lokali mieszkalnych w największych miastach Polski. Na dzień dzisiejszy trudno jest nam znaleźć istotne czynniki, które miałyby w najbliższym czasie determinować redukcję cenników deweloperów. Wcześniej wspomnianym rosnącym kosztem działek towarzyszą bowiem podwyżki cen materiałów budowlanych, wśród których ostatnio najbardziej dostrzegalny jest wzrost cen stali. Warto podkreślić również dynamiczne wzrosty kosztów energii, drożące usługi logistyczne czy też ogólną presję na wynagrodzenia. Wszystko powyższe sprawia, że deweloperzy dążą do przenoszenia rosnących kosztów produkcji na finalnego odbiorcę, co w naszej ocenie nie wróży w bieżącym roku spadku cen.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Od 1 stycznia 2021 nowe normy efektywności energetycznej budynków

Nim zaczniemy analizę liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, liczby pozwoleń na nie, czy liczby lokali oddanych do użytkowania, wspomniemy o nowych standardach dotyczących efektywności energetycznej budynków, które zdeterminowały statystyki dot. pozwoleń na budowę. Z dniem 1 stycznia 2021 r. obowiązuje w Polsce nowe normy (WT 2021) zgodnie z którymi, budynki, na które wniosek o pozwolenie na budowę złożono po wspomnianym 1 stycznia, muszą spełniać bardziej rygorystyczne normy dotyczące izolacyjności cieplnej, co przełoży się na wyższe koszty budów. Przepisy dostosowują wymogi krajowe do prawodawstwa unijnego skupionego na aspektach proekologicznych. Sam fakt wejścia w życie nowych przepisów wyjaśnia nad wyraz wysokie wartości wydanych pozwoleń na budowę w ostatnich miesiącach – deweloperzy, chcąc móc oferować tańsze w budowie lokale w starym reżimie prawnym, chcieli zdążyć z wnioskami. Wpływ powyższego w danych 6 największych rynków jest jednak nierównomierny, także uwzględniając niewyodrębniony na naszych wykresach grudzień.

Poprzedni rok w kwestii pozwoleń naznaczony był problemami, o których pisaliśmy już kilkakrotnie, tj.: niska dostępność gruntów lub ich wygórowane ceny, a także wydłużające się procedury administracyjne oraz COVID. W skali całego kraju, w 2020 roku wydano pozwolenia na budowę 276,2 tys. lokali, o **2,9%** więcej r/r, z czego w 6 największych miastach 58,4 tys. (**-13,6%** r/r). Najlepszą dynamiką wzrostu wydanych pozwoleń odnotowano w Trójmieście, gdzie wydano pozwolenia na budowę 11,6 tys. lokali (**+10,9%** r/r). Z kolei w Warszawie dynamika była najgorsza – pozwolenia na budowę 14,8 tys. lokali (**-33,5%** r/r). W niektórych tylko analizowanych przez nas miastach, przynajmniej do tej pory, widoczny był efekt wprowadzenia nowych przepisów. W 2020 roku dobre wyniki w grudniu zanotowano w: Poznaniu (2,5 tys. przy średniej miesięcznej w 2020 r. wynoszącej 574 lokale), w Trójmieście (2,3 tys. przy średniej 965 lokali) oraz we Wrocławiu (1,3 tys. przy średniej 888 lokali). W Warszawie w grudniu wydano pozwolenia na budowę 1,8 tys. lokali, przy średniej z 2020 r. wynoszącej 1 234 lokale, co w porównaniu z wynikami lat wcześniejszych jest wynikiem co najwyżej skromnym. W nowym już roku efekt widoczny jest: w Poznaniu – narastająco (styczeń-marzec) 2,2 tys. (+136,4% r/r), w Trójmieście (3,6 tys. lokali +107% r/r), w Łodzi – pozwolenia na budowę po 1,3 tys. lokali w lutym i marcu oraz w

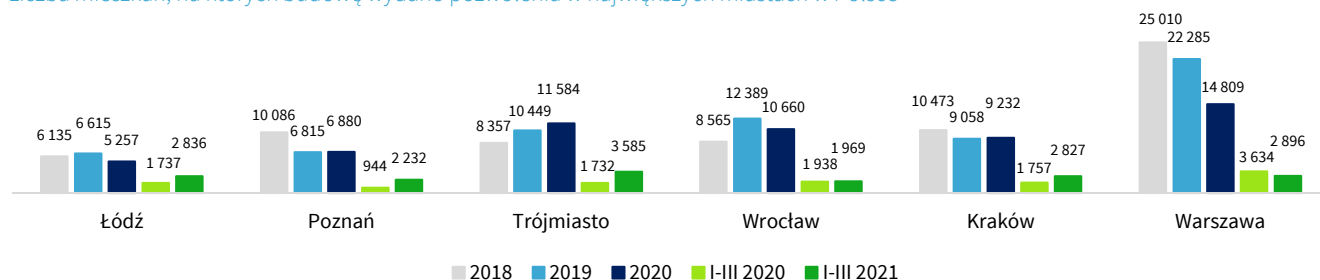
mniej stopniu w Krakowie – 2,8 tys. (+60,9% r/r). Odczyty w Warszawie w 2021 roku są słabsze nawet od roku poprzedniego, który także był niezbyt udany – 2,9 tys. (-20,3% r/r). Dla porównania, w skali całego kraju, w grudniu 2020 roku wydano pozwolenia na budowę **34,6 tys.** lokali przy średniej z 2020 roku **23,0 tys.** W pierwszym kwartale br. odczyty w skali kraju są w dalszym ciągu zadowalające: 84,3 tys. (+42% r/r). Powyższe dane dot. stolicy kraju, nie powinny napawać optymizmem zwolenników teorii spadku cen mieszkań, choć z racji długi czasu trwania procedur, kolejne miesiące pokażą czy efekt zmian prawnych pokaże się także w tym miesiącu.

W 2020 r. liczba lokali, których budowę rozpoczęto w skali kraju spadła o **5,66%** r/r, osiągając poziom 223,8 tys. sztuk. Biorąc pod uwagę pandemię, jest to wynik niezły. Podobnie jak w przypadku pozwoleń oraz poprzednich edycji raportu, główne rynki z wynikiem na poziomie 48,8 tys. lokali prezentowały się gorzej (**-24,4%** r/r). Wpływ, tak jak w poprzednich kwartałach był nierównomierny. Najlepsze wyniki zanotowały Poznań (**-1,7%** r/r) oraz Trójmiasto (**-2,6%** r/r). Spadki przekraczające **30%** odnotowano w Łodzi, Wrocławiu oraz w Warszawie.

pozytywnym dla 6 miast aspektem są za to wyniki z pierwszego kwartału br. – rozpoczęto budowę 14,6 tys. lokali (**+26,7%** r/r), co w naszej opinii należy identyfikować z: wyprzedaną w ciągu roku poprzedniego ofertą oraz dobrą kontraktacją w 4Q 2020 (poprawioną w 1Q 2021). Można więc powiedzieć, że deweloperzy rozpoczęli obecny rok z przytupem. Na tym tle szczególnie dobrze wygląda stolica wielkopolski, gdzie rozpoczęto budowę 3,1 tys. lokali – przy rocznym wolumenie 4,2-5,6 tys. lokali w latach 2018-2020 jest to wynik dobry. Najgorzej, podobnie jak w kwestii pozwoleń wygląda Warszawa – 2,7 tys. lokali wobec 4,3 tys. rok wcześniej. Przypomnijmy, także 2020 r. był dla stolicy słaby w omawianej kategorii.

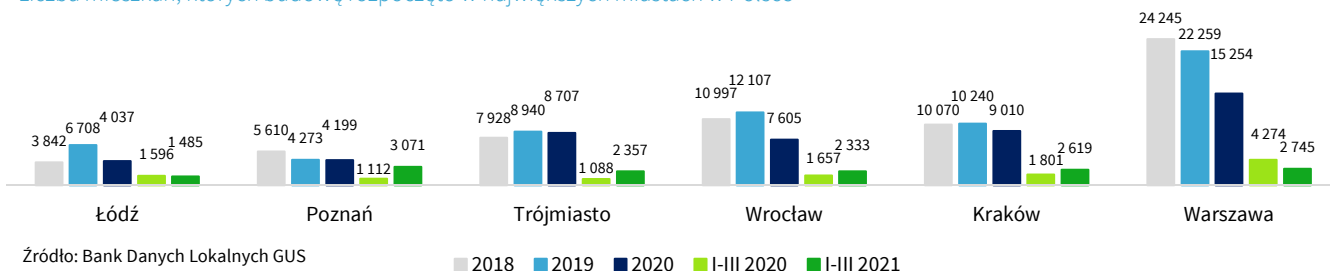
Wśród analizowanych przez nas parametrów ponownie najlepiej wypada liczba oddanych do użytkowania lokali. W skali kraju wzrost sięgnął **6,7%**, w największych miastach zanotowano pomijalny spadek (o **0,1%** r/r do poziomu 64,1 tys. lokali). Obecne oddania to jednak efekt inwestycji rozpoczynanych 2 lata temu, który ma się ku końcowi.

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Otoczenie makroekonomiczne

## Stabilny 4Q 2020 r.

W poprzednich kwartałach sugerowaliśmy, że szanse na spadek cen mieszkań są niewielkie. Spodziewaliśmy się stabilizacji, co zresztą nastąpiło w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Teraz nasze zdanie o rynku uległo zmianie. Spodziewamy się, że trend rosnących cen mieszkań będzie nam towarzyszył w całym bieżącym roku, ze szczególnym uwzględnieniem 2Q 2021 r., w którym może zadziałać efekt niskiej bazy.

W samym 4Q 2020 r. ceny transakcyjne na rynku pierwotnym dla 6 głównych miast wzrosły średnio o **1,7%** q/q wobec wzrostu o **3,4%** q/q w 3Q 2020 r.. Najsilniejszy wzrost w ujęciu kwartalnym miał miejsce w Gdańsku – o **4,2%** q/q wobec 3,3% kwartał wcześniej. Jedno miasto doświadczyło spadku cen, był nim Kraków – o **1,7%** q/q. W ujęciu rok do roku przeciętnie ceny wzrosły o **7,3%** r/r wobec wzrostu o 8,3% kwartał wcześniej. Najwyższa dynamika wzrostu cen zanotowana została w Łodzi, o **9,9%**, a najniższa w Poznaniu, o 2,9% r/r. W stolicy wielkopolski jest to kolejny kwartał dosyć niskiej dynamiki wzrostu cen. Rynek ten zachowuje się relatywnie najstabilniej od 2Q 2019 r., ale w przypadku tego miasta wytwarza się efekt niskiej bazy. Równie silne wzrosty cen jak w Łodzi, odnotowano w zdawałoby się miście, które z racji dużego ruchu turystycznego mogło doświadczyć widocznych zawirowań, tj. w Gdańsku – o 9,5% r/r. Warszawa może się pochwalić wzrostem o 8,3% r/r wobec wzrostu o 10,8% kwartał wcześniej.

Nastąpiło też kolejne zawężenie spread'ów między cenami ofertowymi, a transakcyjnymi: ceny ofertowe dla 6 miast w ostatnim kwartale ubiegłego roku były wyższe od cen transakcyjnych o **4,7%**, a więc nastąpił spadek o 1,2 p.p. q/q. Zawężenie odbyło się poprzez wzrost cen transakcyjnych – ceny ofertowe wzrosły w tym czasie tylko o **0,2%** q/q.

Wyjątkowo w obecnej edycji raportu spojrzymy na ceny na rynku wtórnym. Ceny transakcyjne na tym rynku odnotowały wzrost w 4Q 2020 r. przeciętnie o **0,8%** q/q, wobec wzrostu o **1,6%** kwartał wcześniej. W ujęciu r/r wzrost cen sięgnął **7,1%** r/r wobec **11,4%** w 3Q 2020 r.. Dynamika wzrostu cen na rynku wtórnym rzeczywiście zwalnia od wybuchu pandemii. Nadal jednak są to wysokie wartości jednocyfrowe. Ponadto spread między cenami ofertowymi a transakcyjnymi nie sugeruje by na tym rynku działało się cokolwiek niekorzystnego – jego wartości są przeciętne. Należy pamiętać, że rynek wtórny jest znacznie bardziej zróżnicowany niż rynek pierwotny, gdyż obejmuje także rejony miast, w których od lat buduje się niewiele lub wcale, przy czym są to nierzadko rejony atrakcyjne lokalizacyjnie. Co do zasady jednak, rynek wtórny podąża za rynkiem pierwotnym. Biorąc pod uwagę czynniki determinujące ceny u deweloperów spodziewamy się, że ceny na rynku wtórnym będą rosnąć.

Tak jak wspomnieliśmy wcześniej, spodziewamy się wzrostu cen w ciągu najbliższego roku. Należy pamiętać, że:

- realna stopa procentowa od dłuższego czasu jest ujemna oraz następuje transfer z lokat bankowych w kierunku m. in. sektora nieruchomości, gdzie rentowności są wyższe
- istnieje problem niskiej podaży gruntów szczególnie w Warszawie, co winduje ich ceny. Ponadto, pandemia spowolniła tempo odbudowy systematycznie wyprzedawanej oferty, co doprowadziło do jej zmniejszenia
- ceny surowców notowały w ostatnich miesiącach silne wzrosty oraz nastąpił kolejny wzrost płacy minimalnej mimo spadku PKB – obydwa czynniki mogą przełożyć się na wzrost cen wykonawstwa
- z początkiem nowego roku weszło w życie prawo dotyczące efektywności energetycznej budynków, co podniesie koszty budów
- toczą się prace nad projektem Ustawy o Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym – ochrzczonej przez prasę mianem „podatku Chróstnego”, który w naszej opinii zostanie przetrzucony na klientów
- Ponadto, w minionym roku obserwowaliśmy narodzenie się nowego segmentu rynku – PRS, który będzie czynnikiem wspierającym popyt

Z wymienionych powyżej powodów uważamy, że przynajmniej od strony kosztowej spadek cen nie nastąpi.

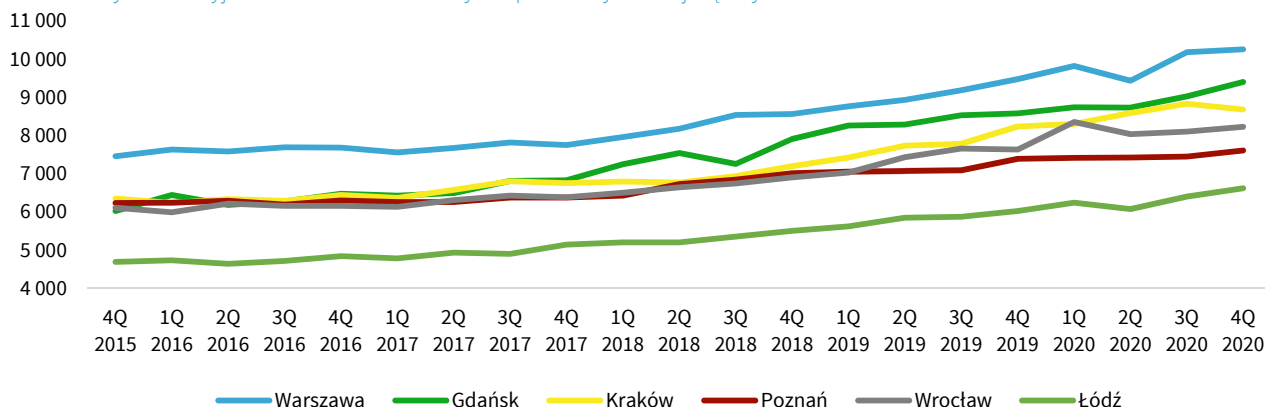
Srednie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkań w największych miastach



- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w 4Q 2020 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2020/3Q 2020 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2020/4Q 2019 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

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



Źródło: NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Stabilizacja marż oraz silny popyt na kredyty hipoteczne

Wskaźniki makroekonomiczne w ostatnim kwartale roku ubiegłego naznaczone były drugą falą zachorowań na COVID, a konsensus prognoz podlegał wahaniom. Polska gospodarka skurczyła się w 4Q 2020 r. o **2,8%** r/r wobec spadku o **1,5%** w poprzednim kwartale. Odczyt był lepszy wobec przewidywań listopadowej projekcji NBP (**-3,5%** r/r). Obecnie mimo, że szczyt trzeciej fali zdaje się być już przeszłością, w kraju notowane są jedne z najgorszych w Europie odczytów pod kątem ilości zachorowań, jak i zgonów. To wszystko odbija się na dynamice PKB w br., odsuwając w czasie spodziewane odbicie gospodarcze, gdyż program szczepień do tej pory postępował powoli – prognozy gospodarcze w ostatnim czasie były redukowane w dół. Co więcej, ilość zaszczepień umożliwiająca osiągnięcie odporności stadnej, a tym samym zredukowanie ilości przypadków zachorowań może być osiągnięta najwcześniej na przełomie 2 i 3Q br.. Powyższe oznacza, że jeszcze w 1Q 2021 r. spodziewana jest ujemna dynamika wzrostu PKB. W kolejnych kwartałach są spodziewane już odczyty dodatnie, lecz przynajmniej w 2Q 2021 r. zadziała efekt niskiej bazy roku ubiegłego. Tak czy inaczej, w 2021 roku spodziewany jest wzrost PKB o **4,1%** wg. marcowej projekcji NBP wobec przewidywanego wzrostu o **3,1%** wg. poprzedniej projekcji.

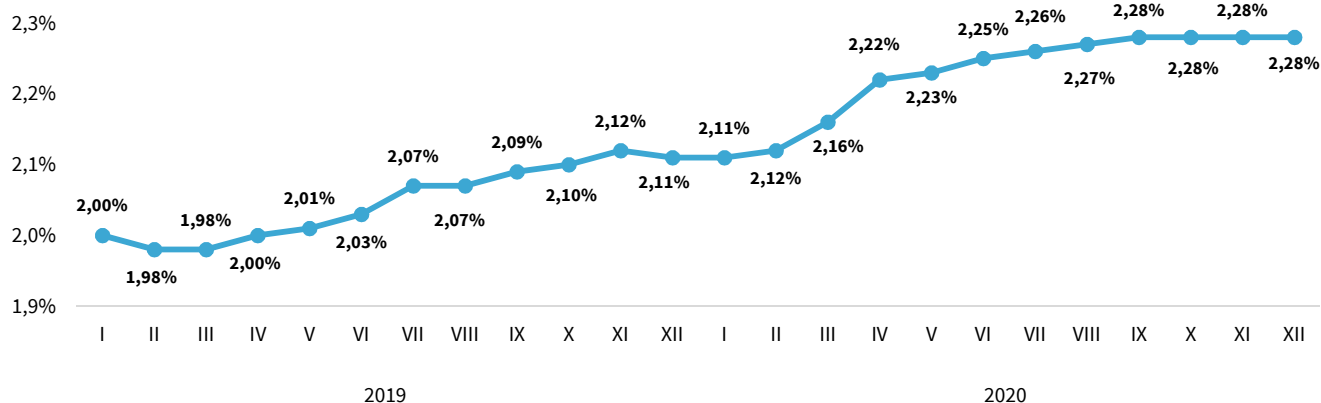
Dane o inflacji również były powyżej prognoz. Najświeższe dane o inflacji pokazały, że spadek inflacji w miesiącach grudzień 2020 – luty 2021 w okolice celu NBP był przejściowy. W marcu br. inflacja wg. GUS wyniosła **+3,2%** r/r. Tym samym, Polska ponownie jest krajem z najwyższym wskaźnikiem inflacji w całej Unii Europejskiej. Odczyt marcowy spowodował podniesienie prognoz na cały rok. Średnioroczny poziom inflacji wg.

ankietowanych przez NBP ośrodków analitycznych wyniesie **3,4%** wobec prognozy styczniowej mówiącej o inflacji w celu, tj. **2,5%**. Przejściowo wskaźnik inflacji może przekroczyć poziom **4,0%**. Również NBP w marcowej prognozie, ponownie podniósł poziom prognozowanej inflacji. Przypomnijmy, wg. listopadowej projekcji, NBP prognozował inflację w 2021 roku na poziomie **2,6%** r/r. Obecna, marcowa projekcja przewiduje inflację w 2021 roku na poziomie **3,1%** r/r. Na chwilę obecną NBP nie widzi potrzeby podnoszenia stóp procentowych.

Po niemal dwóch latach systematycznego wzrostu marż kredytów hipotecznych, ostatni kwartał roku ubiegłego przyniósł stabilizację średniej marży na poziomie **2,28%**. Nie oznacza to jednak odwrócenia trendu, gdyż nie doszło do poprawy sytuacji sektora bankowego. Ten ostatni boryka się bowiem z problemem spadku rentowności oraz przede wszystkim sprawą kredytów walutowych. Niepewna jest też sprawa jakości portfela kredytowego w przyszłych kwartałach, tj. gdy efekt tarcz będzie wygasł.

Dobrze natomiast, zważywszy na okoliczności, wyglądała sprzedaż kredytów. W 4Q 2020 r. udzielono ich nieco ponad 53 tys. sztuk o wartości 16,4 mld PLN, a w całym roku prawie 204 tys. na 60,7 mld PLN, tj. tylko o **3,10%** mniejszej wartości niż w roku 2019. Spadek liczby udzielonych kredytów sięgnął **9,55%**, a więc rosła średnia wartość kredytu, o **5,46%** do 298 tys. PLN. Ta ostatnia sięgnęła poziomu 309 tys. PLN w ostatnim kwartale roku ubiegłego (**+6,66%** q/q).

### Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2019 – 2020



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 4/2020

### Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2015 – 4Q 2020

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
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%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%
2020	60,671	-3,13%	203 570	-9,55%	298,0	5,46%
3Q 2020	14,141	4,97%	48 782	7,97%	289,9	-2,79%
4Q 2020	16,435	16,22%	53 156	8,97%	309,2	6,66%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 4/2020.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Wzrost zatrudnienia i możliwe pogorszenie sytuacji na rynku pracy w kolejnych miesiącach

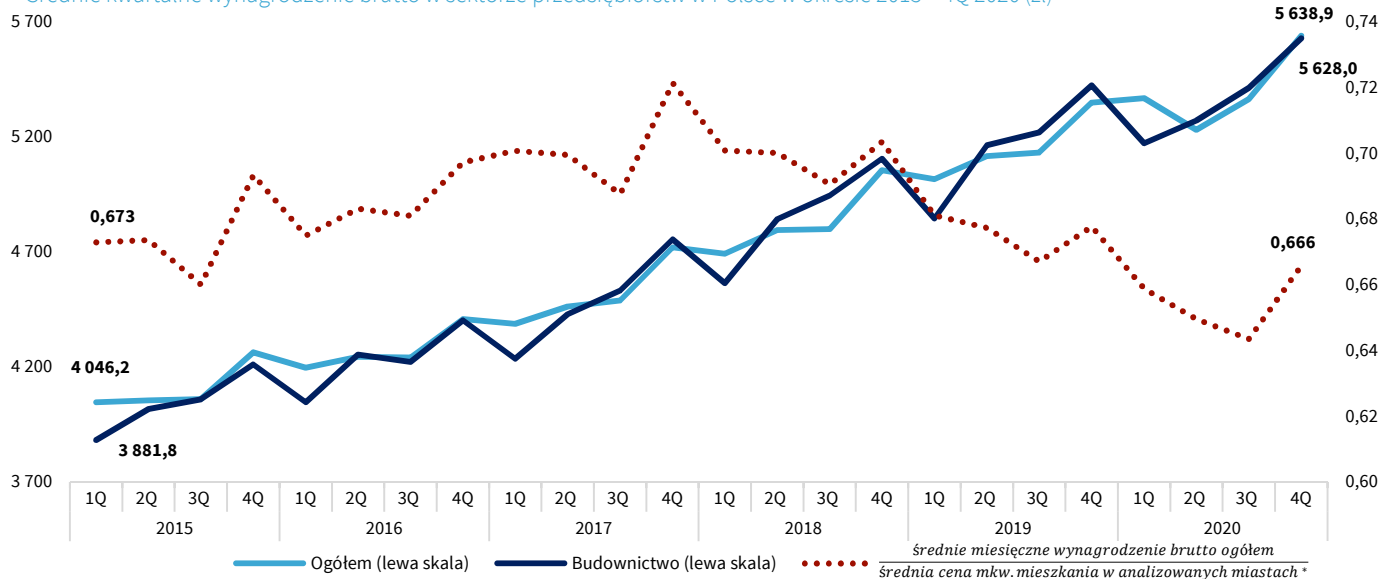
Po dość długim okresie stabilnych odczytów stopy bezrobocia, ostatnie miesiące przyniosły wzrost wskaźnika, lecz nie do poziomów, które można byłoby uznać za wysokie. Stopa bezrobocia wg. danych GUS wyniosła na koniec marca 6,4% (-0,1 p.p. m/m oraz +1,0 p.p. r/r). Widocznym miesiącem wzrostu bezrobocia był styczeń (o 0,3 p.p.), co jest efektem sezonowym i potwierdzanym przez dane GUS o zatrudnieniu, które spadło wtedy o 50,4 tys. etatów. W szerszym kontekście, rynek pracy okazuje się nad wyraz stabilny mimo trwających w dalszym ciągu ograniczeń działalności gospodarczej oraz dzięki wsparciu rządowemu. Relatywnie odporny rynek pracy jest też postrzegany jako fundament rynku mieszkaniowego. Z tego względu uważamy, że jest to jeden z istotnych powodów poprawiających się wyników sprzedażowych deweloperów. Nie jest jednak tak, że nie ma zagrożeń. Przypominamy, że w kolejnych miesiącach efekt działania tarcz wprowadzanych przed rokiem może zacząć wygasać, co może mieć wpływ na poziom zatrudnienia.

Dane lutowe średniego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw z ostatnich 12 miesięcy pokazały już wyraźny spadek poniżej 6,7

mln osób (-0,697% r/r). Jednocześnie, liczba zatrudnionych wg. tego wskaźnika jest niższa o 46,8 tys. względem roku ubiegłego. Dane miesięczne wskazują istotny spadek w styczniu, o którym pisaliśmy w poprzednim akapicie i jest to efekt sezonowy. W lutym dane pokazują poprawę (przyrost zatrudnienia o 14,4 tys. etatów).

Średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w 4Q 2020 r. wzrosło do poziomu 5 639 zł (+5,13% q/q oraz +5,42% r/r). Ze względu na efekt sezonowy, najważniejszym jest porównanie dynamik z przed roku (+4,25% q/q oraz +5,83% r/r). Z tego wynika, że pod kątem wynagrodzeń odczyty wyglądają zadowalająco. Chwilowo poprawie uległ też wskaźnik średniego wynagrodzenia do średniej ceny mkw., który na koniec roku sięgnął 0,666 (+0,0223 q/q oraz -0,0119 r/r). Jest to poprawa wynikła z efektów sezonowych, co widoczne jest niemal w każdym analizowanym roku. Przy spodziewanych przez nas wzrostach cen mieszkań warto zastanowić się czy dynamika wynagrodzeń będzie nadążać za cennikami deweloperów.

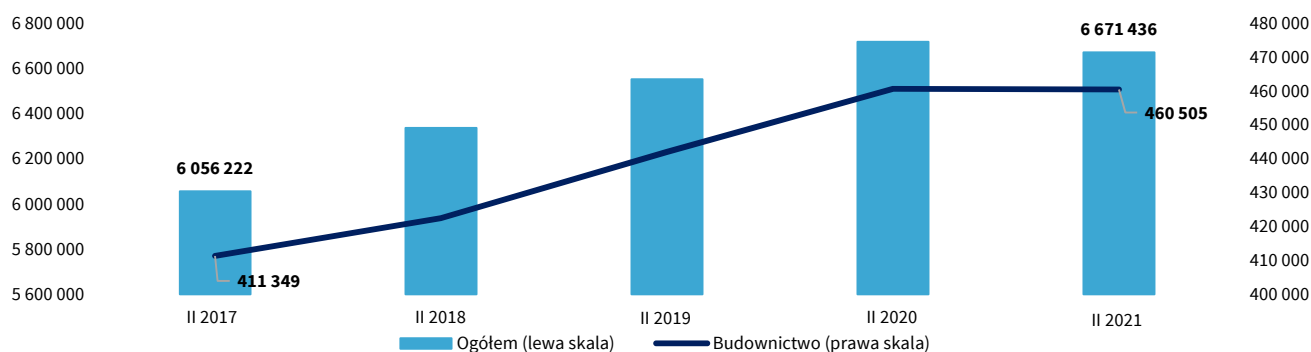
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2015 – 4Q 2020 (zł)



\* - średnia arytmetyczna cen transakcyjnych w Warszawie, Gdańsku, Krakowie, Poznaniu, Wrocławiu i Łodzi

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie II 2017 – II 2021



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Sprzedaż lokali

## Bardzo dobra sprzedaż w 1Q 2021 r.

W 1Q 2021 r. ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy osiągnęli sprzedaż na poziomie **5 895 lokali** wobec 4 640 przed rokiem, co wskazuje na 27,0% wzrost wolumenu kontraktacji. Dane podsumowujące 1Q 2021 r. są dla nas potwierdzeniem, że popyt w pierwszym kwartale bieżącego roku był bardzo silny.

Jesteśmy zdania, że tegoroczna struktura kupujących nie odbiega bardzo istotnie od tej, która była widziana w poprzednich okresach. Na rynku faktycznie widoczny jest udział nabywców lokali, którzy na skutek nieatrakcyjności lokat oraz rosnącej inflacji starają się poprzez zakup lokalu, przechować wartość pieniądza w czasie. Nie zgadzamy się jednak z coraz częściej spotykanymi komentarzami wskazującymi na „sztuczny popyt”. Liczne opinie ekspertów wskazujące, że mamy obecnie do czynienia z mało przemyślanym i masowym transferem kapitału na rynek mieszkaniowy ze względu na rzekomy brak znajomości innych alternatyw lokowania środków przez gospodarstwa domowe są według nas przesadzone.

W naszej ocenie cały czas bardzo duża ilość lokali kupowana jest na własne potrzeby. Rosnące zarobki znacznej części społeczeństwa, bardzo dobra dostępność do finansowania bankowego sprawiają, że nabywcy dążą do polepszenia komfortu swojego życia. Tym samym kupujący w wielu przypadkach nabywają większe, lepiej skomunikowane czy też wykonane w wyższym standardzie mieszkania. Warto również nadmienić, że kupujący coraz bardziej zdają sobie sprawę, że dobrze zlokalizowanych inwestycji zaczyna brakować, co determinuje w wielu przypadkach zakupy z myślą o kolejnych pokoleniach – nabywanie lokalu, który z biegiem lat zostanie przekazany dzieciom.

Faktem jest, że w Polsce cały czas występują bardzo duże deficyty mieszkań, który nie zostanie szybko zagospodarowany. Transfer społeczeństwa do większych miast sprawia, że niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe powinny być widoczne również w kolejnych latach. Uważamy, że migracja będzie wspierać działalność analizowanych przez nas deweloperów, skupiających swoją działalność wokół największych miast Polski.

## Dodatkowe paliwo dla deweloperów – PRS

W ostatnim czasie na lokalnym rynku nieruchomości pojawia się coraz więcej inwestorów instytucjonalnych, którzy dostrzegają atrakcyjność polskiego sektora mieszkaniowego, zapewniając w ten sposób dodatkowy popyt deweloperom.

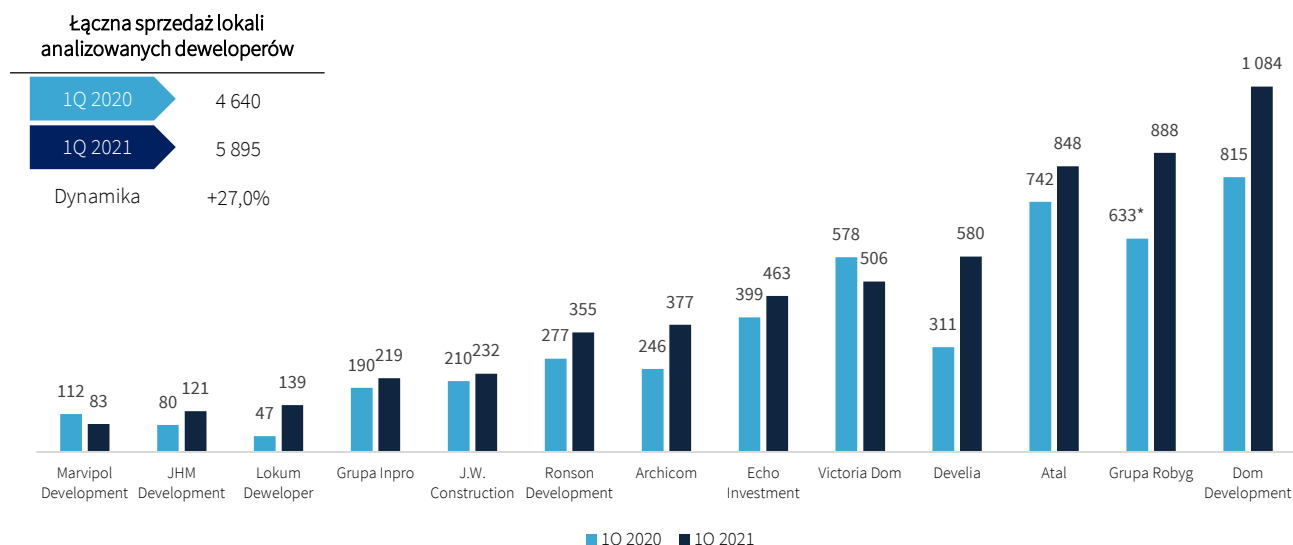
Jesteśmy zdania, że nasz lokalny rynek PRS znajduje się dopiero na początku drogi, jednak pojawienie się na rynku takich graczy jak m.in. niemiecki TAG Immobilien czy też szwedzki Heimstaden sprawia, że obok pakietowych transakcji sprzedaży mieszkań już dziś nie można przejść obojętnie. Warto podkreślić, że szersze pojawienie się PRS będzie z biegiem lat stanowiło pewnego rodzaju konkurencję dla Kowalskich, bowiem część oferty deweloperów zostanie zarezerwowana dla funduszy, co dodatkowo po pewnym czasie może wpłynąć na mniejszą dostępność lokali dla klientów detalicznych.

Dzięki transakcjom pakietowym deweloperzy mogą zyskać lepszą elastyczność w zakresie finansowania inwestycji, co oczywiście będzie w wielu przypadkach oznaczało konieczność redukcji cennika względem sprzedaży detalicznej. Brak kosztów finansowych i nakładów na marketing sprawia jednak, że marża na sprzedaży w formule PRS nie powinna być istotnie niższa.

W naszej ocenie dalszy rozwój PRS sprawi, że podmioty z branży będą miały szanse zagospodarować grunty, które ze względów administracyjnych nie mogą zostać przeznaczone na projekty mieszkaniowe (np. działki pod apartotele), a tych na bilansach deweloperów nie brakuje. Do tej pory część spółek z branży decydowało się sprzedawać tego typu parcele, część realizować nie-corowe projekty, a jeszcze inni decydują się rozpoczynać długoterminowe procesy zmiany przeznaczenia nieruchomości.

Spodziewamy się, że struktura polskiego rynku mieszkaniowego z roku na rok coraz bardziej będzie zbliżała się do rynków zachodnich, gdzie znaczna część społeczeństwa nie posiada mieszkania na własność, opierając się na długoterminowym najmie. Tym samym spodziewam się, że rynek PRS ma na naszym lokalnym rynku spory potencjał. Duże zainteresowanie inwestorów profesjonalnych lokalnym rynkiem nieruchomości mieszkaniowych jest dla nas kolejnym potwierdzeniem, że branża ma przed sobą dobre perspektywy.

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2020 r. oraz 1Q 2021 r. <sup>1</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 1Q 2021 r.

\*Liczba zakontraktowanych lokali netto

# Sprzedaż lokali

## Rosnące ceny lokali – dobre zarządzanie podażą

Rozważania dotyczące dalszego kształtowania się cen należy w naszej ocenie rozpocząć od pandemii, która nie przeszkodziła istotnie deweloperom w pracach budowlanych. Rozpoczęte budowy w wielu przypadkach realizowane były bez jakichkolwiek opóźnień, co jest dla nas potwierdzeniem, że polski rynek deweloperski przez lata ukształtował mocne modele zarządcze.

Wywiązywanie się deweloperów z zobowiązań wobec nabywców sprawiło, że poza dynamicznym załamaniem sprzedaży w marcu 2020 r., w kolejnych miesiącach nie byliśmy już świadkami odciążenia popytu. Jesteśmy zdania, że zdecydowana większość deweloperów efektywnie i skutecznie steruje podażą lokali.

Uważamy, że na dzień dzisiejszy rynek jest bardzo chłonny. Dodatkowa pula mieszkań bardzo szybko znalazłaby swoich nabywców. Dostrzegamy jednak tendencje, w której deweloperzy nie zamierzają za wszelką cenę wykorzystywać w pełni swoich mocy produkcyjnych, cały czas utrzymując podaż poniżej obserwowanego popytu. Duży nacisk na rentowność sprzedawanych projektów w obliczu rosnących kosztów produkcji nie zapowiada według nas redukcji cenników.

## Przenoszenie kosztów produkcji na kupujących

Uważamy, że największym wyzwaniem dla sektora w bieżącym roku, jak i w kolejnych latach będą kurczące się zasoby gruntów inwestycyjnych. Mniejsza liczba dostępnych działek prowadzi do coraz bardziej wygórowanych oczekiwań właścicieli gruntów. Obecne ceny ofertowe, które spływają do deweloperów są mocno (czasem wręcz skrajnie) wygórowane. Problem jest w szczególności widoczny w największym miastach. Rozbudowa banku ziemi umożliwiającego realizację projektu mieszkaniowego o zadowalającej rentowości jest z kwartału na kwartał coraz trudniejsza. Powyższe determinuje u deweloperów nabywanie coraz trudniejszych działek (np. przemysłowych), które przed wprowadzeniem do produkcji będą musiały przejść w wielu przypadkach długoletnie procesy administracyjne.

Mniejsza liczba przetargów determinuje wzmożoną konkurencję, która mocno widoczna jest zwłaszcza podczas ofertowania małych i średnich gruntów, co stanowi dodatkowe wyzwanie dla mniejszych deweloperów. Najwięksi reprezentanci sektora muszą myśleć coraz bardziej nieszyblonowo. Wysokie zasoby wolnych środków oraz większy dostęp do finansowania zewnętrznego pozwalają rozważać nabywanie bardzo dużych terenów, których ceny nabycia znajdują się poza zasięgiem mniejszych spółek.

Kolejnym scenariuszem realizowanym przez największych graczy jest aktywność w obszarze M&A. W ostatnim czasie akwizycje przeprowadziła: Grupa Robyng (cel akwizycji: Wrocławskie Przedsiębiorstwo Budowlane), Echo Investment (cel akwizycji: Archicom), warto wspomnieć również zakomunikowaną decyzję Dom Development (cel akwizycji: Sento).

Sadzimy, że proces konsolidacji sektora będzie postępował w kolejnych latach, co sprawia, że chętnych na większe działki będzie z czasem coraz więcej.

Rosnącym kosztom działek towarzyszą podwyżki cen materiałów budowlanych, wśród których ostatnio najbardziej dostrzegaliśmy wzrost cen stali. Warto podkreślić również dynamiczne wzrosty kosztów energii, drożące usługi logistyczne czy też ogólną presję na wynagrodzenia.

Wszystko powyższe sprawia, że deweloperzy dążą do przeniesienia rosnących kosztów produkcji na finalnego odbiorcę. Reprezentanci sektora pomimo wzrostu swoich cenników nie mają problemów z wyprzedawaniem oferty. Tym samym nie spodziewamy się, aby w kolejnych kwartałach doszło do dłużej oczekiwanych przez wielu istotnych spadków cen.

## Ambitne plany sprzedażowe na 2021 r.

W 1Q 2021 r. najwyższy poziom kontrakcji osiągnął **Dom Development**, który znalazł nabywców na 1 084 lokale wobec 815 przed rokiem (+33,0% r/r). Grupa przyzwyczaiła rynek, że wywiązuje się ze swoich planów, tym samym można przypuszczać, że w całym 2021 r. podmiot zachowa pozycję lidera, bowiem Zarząd dewelopera komunikuje, że w bieżącym roku sprzeda co najmniej podobną ilość lokali co przed rokiem (3 765 sprzedanych jednostek w 2020 r.).

Tuż za liderem uplasowała się **Grupa Robyng**, która w 1Q 2021 r. zawarła 888 umów (+40,3% r/r). Zarząd dewelopera szacuje, że w bieżącym roku sprzedaż wyniesie ok. 3 000 jednostek. Ambitne plany dewelopera podgrzały słowa Przewodniczącego Rady Nadzorczej Grupy, który podczas prezentacji wyników nakreślał scenariusz tegorocznego wolumenu na poziomie 3 500 lokali.

Najniższy stopień podium w 1Q 2021 r. zajął **Atal**, który sprzedał 848 lokali w porównaniu z 742 przed rokiem (+14,3% r/r). Deweloper spodziewa się, że kontrakcja w bieżącym roku wyniesie co najmniej 3 200 jednostek.

O wysokim popycie na lokale w 1Q 2021 r. świadczą również poziomy kontrakcji osiągniętej przez deweloperów, którzy w poprzednich okresach borykali się z odbudowywaniem oferty. Uzupełnione półki sprzedażowe sprawiły, że **Develia** w 1Q 2021 r. znalazła nabywców na 580 mieszkań w porównaniu z 311 w analogicznym okresie ubiegłego roku (+86,5%). W całym 2021 r. deweloper planuje zakontraktować między 1 750 – 1 850 jednostek, co w porównaniu z 1 361 lokalami sprzedanymi w 2020 r. wskazuje na oczekiwanie przez Zarząd 29-36% wzrostu wolumenu. O zadowalającym pierwszym kwartale 2021 r. może również mówić **Lokum Deweloper**, który znalazł nabywców na 139 jednostek w porównaniu z 47 przed rokiem (+195,7% r/r), a w całym 2021 r. będzie dążył do osiągnięcia kontrakcji na poziomie 1 000 jednostek.

Problem wyprzedanej oferty (m.in. na skutek transakcji w formule PRS) dotknął w 1Q 2021 r. **Marvipol**, który sprzedał 83 lokale w porównaniu z 112 przed rokiem (-25,9% r/r). Deweloper zamierza w 2021 r. wprowadzić do oferty blisko 1,2 tys. lokali mieszkalnych i usługowych, zatem efekt wyprzedanych pótek powinien być naszym zdaniem jedynie przejściowy.

Spadek sprzedaży odnotowała w 1Q 2021 r. również **Victoria Dom**, która zakontraktowała 506 jednostek wobec 578 rok wcześniej (-12,5%). W przypadku Victoria Dom możemy mówić jednak tylko o złapaniu krótkiego oddechu przed dalszym dynamicznym wzrostem skali działalności, bowiem deweloper komunikuje, że w bieżącym roku zamierza sprzedać ok. 2 000 mieszkań, co w porównaniu z ubiegłorocznym odczytem (1 476 jednostek) oznaczałoby 36% wzrost.

O równie dobrych perspektywach rynku mogą świadczyć plany **Echo Investment**, które po akwizycji Archicom planuje sprzedać w bieżącym roku 3 200 lokali. Ambitne plany dewelopera sprawiają, że walka o podium w kolejnych okresach będzie niezwykle zacięta. W 1Q 2020 r. Echo Investment sprzedało 463 jednostki wobec 399 przed rokiem (+16,0% r/r). Wspominany **Archicom** sprzedał w 1Q 2021 r. 337 lokali wobec 246 w analogicznym okresie roku poprzedniego (+53,3% r/r). W całym 2021 r. „uszczipiony” przez Echo Investment deweloper będzie dążyć do sprzedaży 1 000 – 1 200 jednostek.

Tempa nie zamierza również zwalniać **Ronson**, który w 1Q 2021 r. sprzedał 355 lokali, co wskazuje na 28,2% wzrost względem ubiegłorocznego odczytu, w którym deweloper znalazł nabywców na 277 lokali. Tegoroczny cel sprzedażowy? Sprzedać nie mniej niż w 2020 r., w którym Ronson Development zakontraktował 918 mieszkań.



# Sprzedaż i przekazania lokali

Dodatnią dynamikę kontraktacji w 1Q 2021 r. względem 1Q 2020 r. odnotowali również pozostali deweloperzy, w tym:

- **J.W. Construction** – sprzedaż 232 lokali w porównaniu z 210 jednostkami w 1Q 2020 r. (+10,5% r/r);
- **Inpro** – sprzedaż 219 lokali w porównaniu z 190 jednostkami w 1Q 2020 r. (+15,3% r/r) oraz
- **JHM Development** – sprzedaż 121 lokali w porównaniu z 80 jednostkami w 1Q 2020 r. (+51,3% r/r).

## Gdzie jeszcze dostrzegamy ryzyka dla branży?

Poza wcześniej wspomnianymi kurczącymi się zasobami atrakcyjnych działek, które są pochodną rosnących cen gruntów dostrzegamy również inne ryzyka, z którymi niewątpliwie będzie musiała mierzyć się branża w kolejnych okresach.

Deweloperzy od dłuższego czasu borykają się z bardzo długim horyzontem oczekiwania na decyzje urzędów w zakresie decyzji administracyjnych, tj. warunki zabudowy czy też pozwolenie na budowę. Pandemia COVID-19 dodatkowo wpłynęła na efektywność pracy urzędów, które w 2020 r. i bieżącym roku działają jeszcze mniej sprawnie niż w poprzednich latach. Długi czas oczekiwania na zgody administracyjne ma istotny wpływ na harmonogram realizowanych projektów. Zakładamy, że problem natury administracyjnej będzie w dalszym ciągu doskwierał całej branży w 2021 r.

Brak pozwoleń jest najbardziej widoczny u mniejszych deweloperów, którzy nie prowadzą równocześnie kilku / kilkunastu projektów. Brak możliwości wprowadzenia lokali do produkcji może doprowadzić do załamania oferty, o czym pisaliśmy już wcześniej.

Pomimo ambitnych planów deweloperów na 2021 r. nie możemy zapominać, że bieżąca działalność cały czas prowadzona jest w obliczu pandemii. Zatem trudno w naszej ocenie przewidywać, jak będzie kształtować się sytuacja gospodarcza, jakie decyzje i ograniczenia będzie nakładać na społeczeństwo rząd w całym bieżącym roku oraz jak poszczególne decyzje będą wpływać na politykę kredytową banków.

Kolejnym wyzwaniem dla deweloperów może okazać się sytuacja branży budowlanej, w szczególności w zakresie dostępności podwykonawców. Obecnie deweloperzy dobrze radzą sobie z zasobami siły roboczej, jednak w przypadku ożywienia inwestycji infrastrukturalnych problem z deficytem rąk do pracy ponownie może być widoczny. Brak odpowiedniej ilości pracowników może doprowadzić do dodatkowej presji na wynagrodzenia, które z rosnącymi kosztami materiałów budowlanych będą stanowiły zagrożenie dla marży deweloperów.

## Podsumowanie przekazania

W 1Q 2021 r. analizowani przez nas deweloperzy przekazali swoim klientom **4 092 lokale** w porównaniu z 3 363 przed rokiem (+21,7% r/r).

Reprezentaci sektora zgodnie w ostatnim czasie komunikują, że problemy z podpisywaniem aktów notarialnych, z którymi na skutek pandemii borykała się cała branża są coraz mniej odczuwalne. Znaczna część społeczeństwa oswoiła się już z trwającą ponad rok pandemią. Efektywność działalności notariuszy jest obecnie na zadowalającym poziomie.

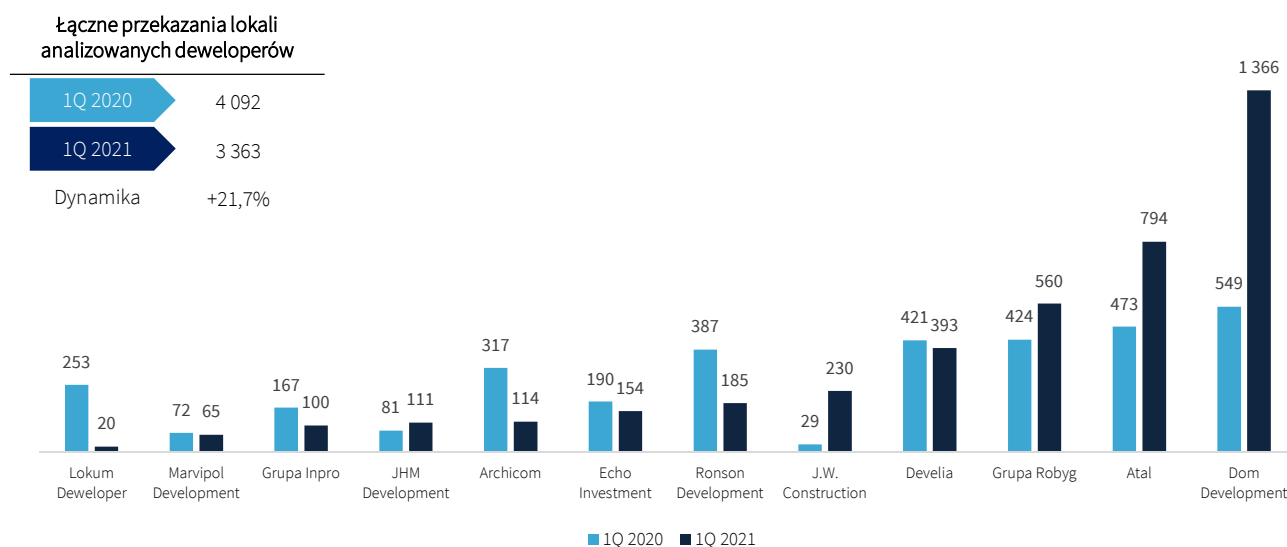
W 1Q 2021 r. najwięcej lokali przekazał **Dom Development** – 1 366 aktów w porównaniu z 549 przed rokiem (+148,8% r/r). Deweloper komunikuje, że w bieżącym roku rozpozna w wyniku 3 300 – 3 400 lokali.

Na drugim miejscu podium znalazł się **Atal**, który w 1Q 2021 r. wydał swoim klientom 794 lokale wobec 473 rok wcześniej (+67,9% r/r). W całym 2021 r. deweloper powinien przekazać ok. 3 300 jednostek.

Stawkę medalową zamyka **Grupa Robyng** z liczbą przekazania w 1Q 2021 r. na poziomie 560 lokali (+32,1% r/r).

Warto podkreślić, że poziomy raportowanych przez deweloperów przekazania są jedynie pochodną zrealizowanej w poprzednich okresach sprzedaży i są ściśle powiązane z harmonogramem realizowanych projektów.

## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2020 r. oraz 1Q 2021 r. <sup>1</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development i Victoria Dom. Deweloperzy do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowali poziomu przekazania w 1Q 2021 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Sezonowe szykowanie inwestycji

Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii. W niniejszej analizie nie uwzględniamy Echo Investment, gdyż podmiot nie publikuje wystarczająco szczegółowych informacji pozwalających skategoryzować zobowiązania segmentu mieszkaniowego.

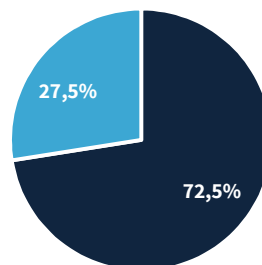
Drugi już kwartał z rzędu obserwowaliśmy wzrost udziału długu obligacyjnego w strukturze zadłużenia analizowanych przez nas podmiotów. Na koniec 2020 r. udział kredytów w strukturze spadł do 27,5% wobec 28,6% kwartał wcześniej (-1,1 p.p. q/q).

Tak jak kwartał wcześniej, tak i tym razem na zmianę struktury miała wpływ redukcja zobowiązań kredytowych do poziomu 1 190 mln zł wobec 1 275 mln zł kwartał wcześniej (-85 mln zł) oraz wobec 1 244 mln zł rok wcześniej (-54 mln zł). Dług netto analizowanych podmiotów obniżył się aż o 404 mln zł względem 3Q 2020 r. (2 275 mln zł wobec 2 678 mln zł) oraz o 598 mln zł na koniec 2019 r. (2 872 mln zł). To efekt dwóch czynników: wspomniana już przez nas redukcja zobowiązań kredytowych będąca efektem spadku niepewności na rynku w 2H 2020 r. oraz przede wszystkim wysoki przyrost gotówki do poziomu 2 054 mln zł (+272 mln q/q oraz +545 mln zł r/r) – to efekt szybkiego powrotu kontraktacji lokali do poziomów przedcovidowych (dalsza poprawa w 1Q 2021 r.) skutkująca wyższymi wpływami od klientów, ograniczenia wypłat dywidend przez deweloperów w zeszłym roku oraz sezonowo wysoka liczba oddawanych inwestycji w ostatnim kwartale roku ubiegłego. Ponadto, deweloperzy jeszcze w 4Q 2020 r. nie rozpoczęli zbyt wielu projektów, co zmniejszyło potrzeby wydatkowe. Saldo obligacji na bilansach deweloperów zmieniło się nieznacznie – spadło o 47 mln zł q/q, mimo wykupów o wartości 286,7 mln zł.

Całkowite zadłużenie finansowe spadło do poziomu 4 329 mln zł wobec 4 461 mln zł kwartał wcześniej (-132 mln zł q/q) oraz wobec 4 381 mln zł rok wcześniej (-52 mln zł r/r). W 1Q 2021 r. spodziewamy się spadku zadłużenia obligacyjnego, przy dalszym spadku zadłużenia netto. Spodziewamy się, że już w 2Q 2021 r. tendencja spadku długu netto dobiegnie końca i w rezultacie

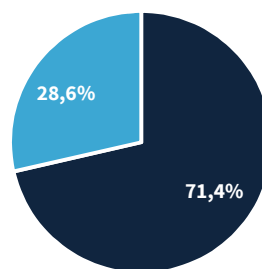
dług netto znów powinien zacząć rosnąć w 2H 2021 r.. Po rocznej przerwie większość deweloperów wróciła do wypłat dywidend. Ponadto w ostatnich miesiącach widzimy wysoką aktywność na rynku pierwotnym obligacji, za którą naszym zdaniem pójdą rozpoczęcia nowych projektów.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2020 r. <sup>1,3</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

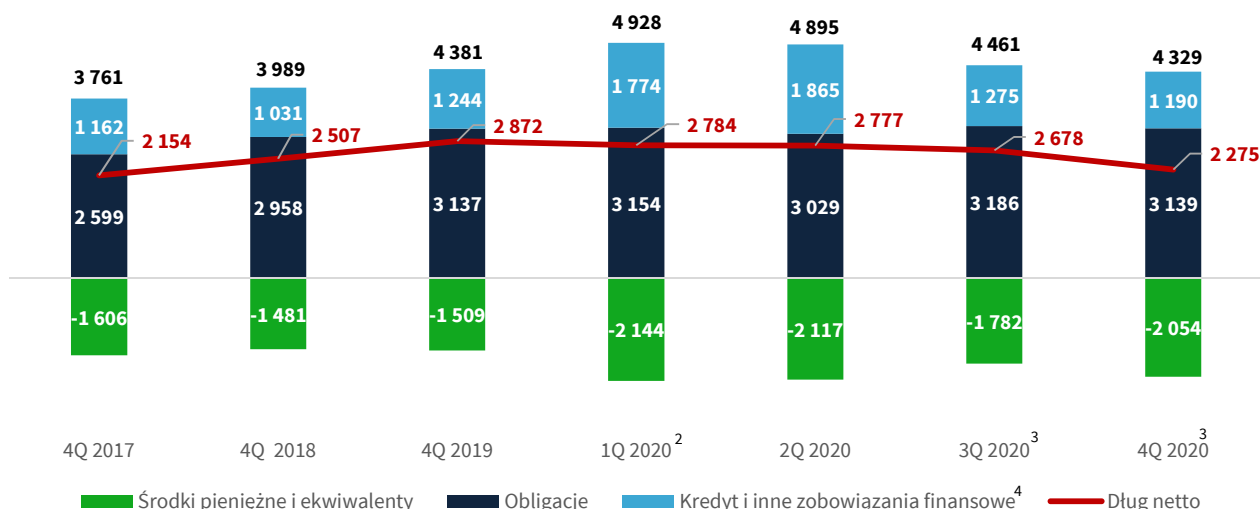
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2020 r. <sup>1,3</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 4Q 2020 (w mln zł) <sup>1</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marivopol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2019 r.

<sup>3</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q oraz 4Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r.

<sup>4</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Dług pod kontrolą

W poprzednich edycjach raportu sugerowaliśmy, że deweloperzy będą raczej ostrożnie zwiększać poziom oferty, co skutkuje zazwyczaj tendencją od wyszczuplenia bilansów oraz redukcją zadłużenia, dodatkowo wzmocnioną sezonowo wysokimi wolumenami przekazania. Obecnie, widząc bardzo dobrą sprzedaż w 1Q 2021 r., zazwyczaj mocne wyprzedanie ofert deweloperów oraz wysoką aktywność na rynku długu widzimy, że perspektywy sektora uległy wyraźnej poprawie.

Wytłaczając Echo, którego przeważająca część aktywów nie odpowiada za segment mieszkaniowy, dane finansowe za ostatni kwartał ubiegłego roku pokazują przeważnie redukcję zadłużenia (poza nielicznymi wyjątkami). Spodziewamy się, że sytuacja zacznie się odwracać na przełomie półrocza, gdy większa część deweloperów ruszy z uzupełnianiem szybko kurczących się ofert oraz z powiększaniem banku ziemi. Ponadto, należy pamiętać, że sektor w większości wrócił do wypłat dywidend, co naturalnie pochłonie część wygenerowanych w ostatnich kwartałach środków pieniężnych.

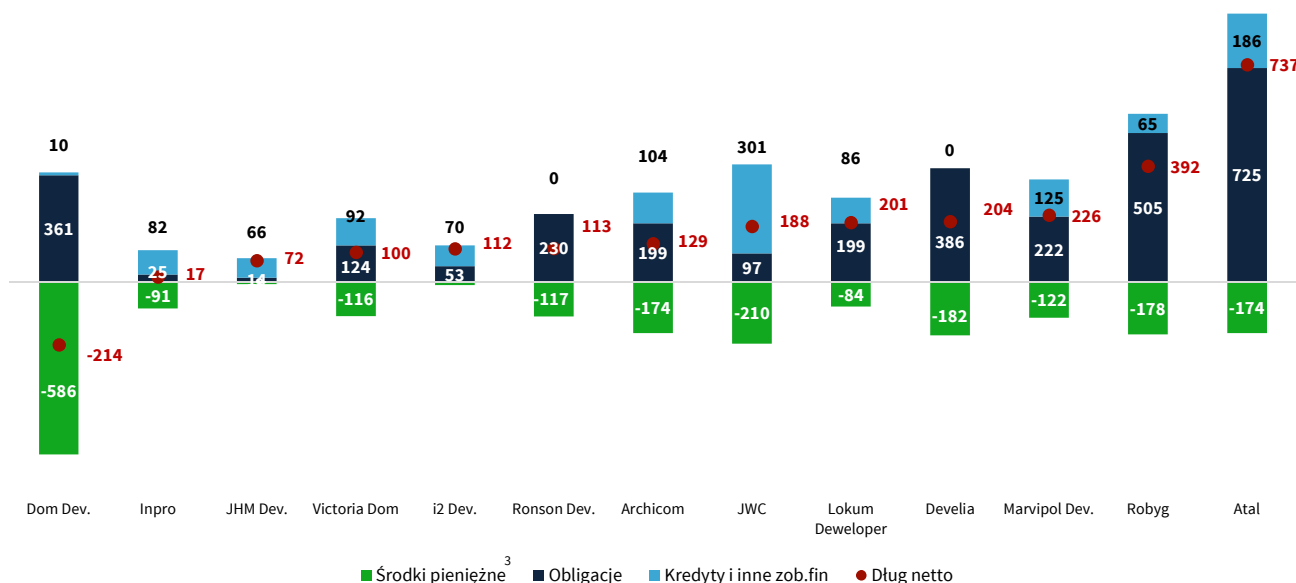
Bezspornie, jak co kwartał, najsilniejszym bilansem może pochwalić się Dom Development. Dług netto tego podmiotu wg. stanu na koniec 4Q 2020 r. był ujemny i wyniósł -214,3 mln zł (-219,6 mln zł q/q i -407,3 mln zł r/r). Przypomnijmy, emitent w zeszłym roku jako jeden z nielicznych podmiotów wypłacił dywidendę w kwocie 239,6 mln zł, co dodatkowo pokazuje jak znacząca jest siła bilansu tego podmiotu. Nic więc dziwnego, że w obecnym roku Dom Development planuje rozpoczęcie budowy ok. 5 tys. lokali.

Na przeciwnym biegunie w dalszym ciągu pozostaje Atal, choć na koniec 4Q 2020 r. deweloper ograniczył zadłużenie netto do poziomu 736,8 mln zł (-134,4 mln zł q/q oraz -86,8 mln zł r/r), co było przez nas antycypowane i wynikało z wysokich wartości wpłat od klientów w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Udany 4Q 2020 r. nie oznacza jednak, że zadłużenie netto w przypadku Atalu będzie znacząco się obniżało w kolejnych kwartałach. Po

dniu bilansowym spółka wydatkowała na nowe grunty kwotę 52,3 mln zł. Ponadto, zapewniła sobie nowe finansowanie bankowe do maksymalnej wysokości 200 mln zł. Wykupiła też obligacje na łączną kwotę 210 mln zł (40 mln zł obligacje objęte przez dominującego akcjonariusza oraz 170 mln zł obligacji objętych przez zewnętrznych inwestorów). W kwietniu spółka wyemitowała nowe 120 mln zł obligacji z 2-letnim tenorem. Spółka wróciła też do wypłat dywidend – zarząd emitenta zarekomendował wypłatę 117,3 mln zł (niewypłacone do dnia publikacji niniejszego raportu). Z pkt. widzenia CF, sytuacja Atalu jest w naszej opinii znacznie lepsza niż przed rokiem. Deweloper ma obecnie w realizacji mniejszą liczbę lokali, przy wyższej kontrakcji niż przed rokiem. Ponadto, w 1Q 2021 r. wpłaty od klientów, w dalszym ciągu powinny być istotne. Najintensywniejszy wydatkowo moment związany ze zwiększaniem skali działalności wydaje się więc już za Atalem.

Na samym końcu wracamy do Echo Investment jako spółki, której nie sposób pominąć. Na poniższym wykresie nie uwzględniamy jej, gdyż emitent nie dość szczegółowo podaje dane bilansowe dot. segmentów. Część mieszkaniowa, choć wolumenowo czyni z dewelopera znaczącego gracza, to stanowi zaledwie 21% jego aktywów. Ponadto, aż 45% ogółu zobowiązań dewelopera nie jest przypisana do konkretnego segmentu działalności, co przy charakterze działalności tego podmiotu, raczej zamazywałoby obraz tendencji w sektorze niż stanowiło wartość dodaną. Tak czy inaczej, dług netto Echo systematycznie rośnie z kwartału na kwartał. Wg. stanu na 4Q 2020 r. zadłużenie netto wynosiło ok. 2,6 mld zł (+853,8 mln zł r/r), przy kapitałach własnych na poziomie ok. 1,7 mld zł. Nadal na bilansie emitenta, 55% aktywów wynoszących ok. 5,6 mld zł, przypisana była do segmentu biurowego, a więc tego, który nie był beneficjentem COVID-19. Ze wspomnianej kwoty aktywa przeznaczone do sprzedaży to ok. 1,27 mld zł, głównie w segmencie biurowym. Kluczowa jest więc sprzedaż wspomnianych aktywów, co umożliwiłoby znaczną redukcję długu.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 4Q 2020 r. (w mln zł)<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

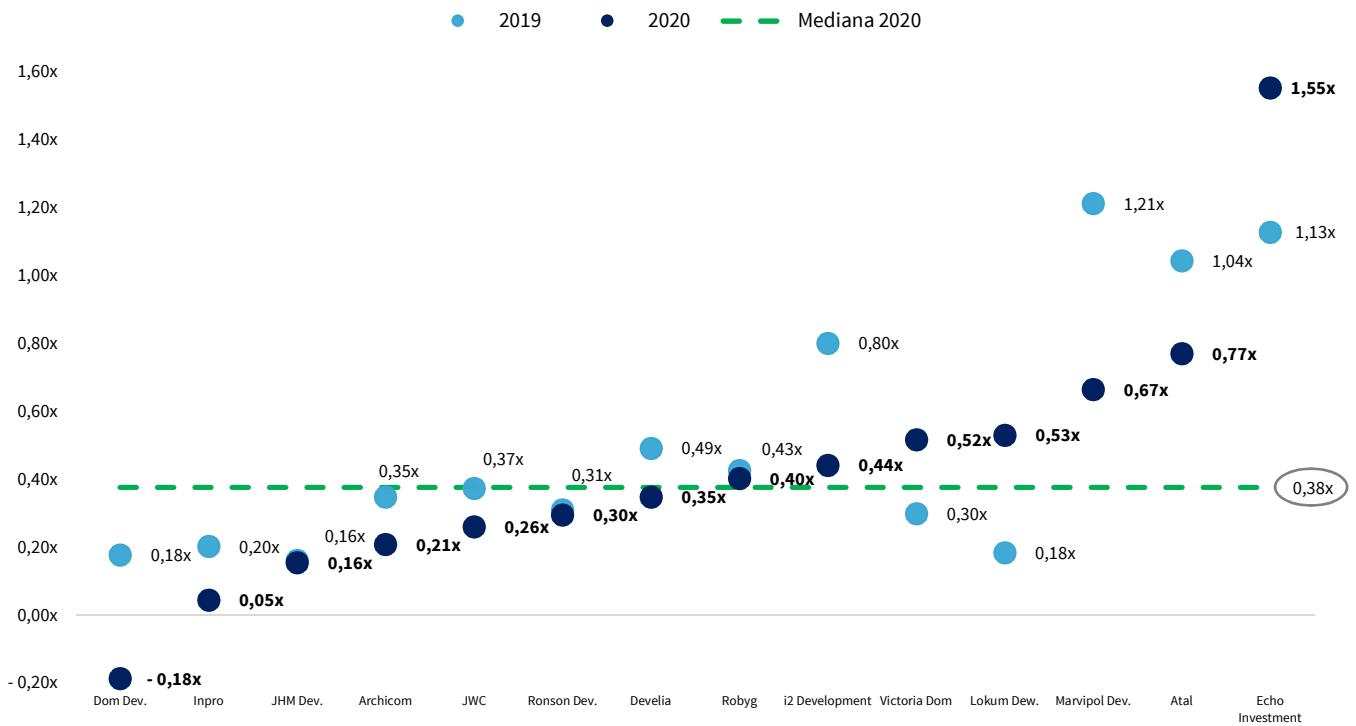
<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 4Q oraz 3Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r.

<sup>3</sup> Wytłaczając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

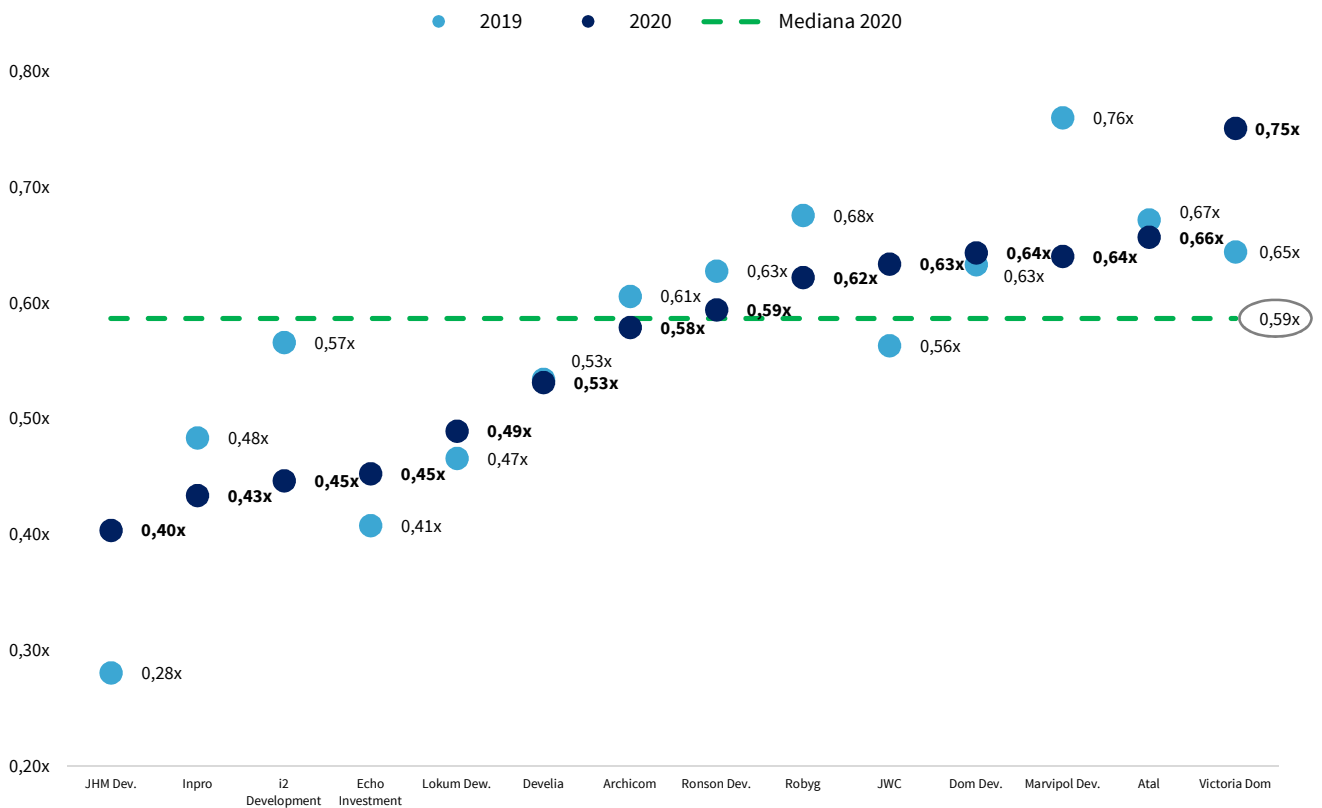
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2019 r. oraz 4Q 2020 r. <sup>1,2,3</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2019 r. oraz 4Q 2020 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 4Q oraz 3Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r.

<sup>3</sup> W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Na rynku nie brakuje kapitału

Od stycznia do kwietnia 2021 r. ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy uplasowali 8 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej równej **846,5 mln PLN**.

Wśród tegorocznych emisji nietrudno doszukać się transakcji opiewających na kwoty przekraczające 100 mln PLN. Deweloperzy w ostatnim czasie nie mieli problemów zarówno z refinansowaniem zadłużenia, jak i pozyskiwaniem nowego kapitału na dalszy rozwój działalności.

Znacząca ilość pozyskanych przez deweloperów środków w ramach tegorocznych emisji obligacji jest związana m.in. z bieżącą sytuacją makroekonomiczną, która mocno sprzyja funduszom inwestycyjnym. Inwestorzy kwalifikowani nie mogą w ostatnich miesiącach narzekać na napływy. Rynek kapitałowy w obliczu środowiska rekordowo niskich stóp procentowych przyciąga coraz więcej środków pieniężnych od Kowalskich, którzy z miesiąca na miesiąc coraz częściej dyskutują o nieatrakcyjnych depozytach bankowych. Wydaje nam się, że coraz większa część społeczeństwa zaczyna również starać się samodzielnie zadbać o swoją emeryturę. Ponadto, fundusze niewątpliwie liczą na PPK, które w dalszych latach powinny wspierać zasoby gotówkowe inwestorów kwalifikowanych.

Fundusze inwestujące w obligacje przedsiębiorstw w obliczu rekordowo niskiej stopy referencyjnej muszą kłaść istotniejszy nacisk na oprocentowanie nabywanych obligacji, bowiem papiery tzw. *blue chipów*, czy też spółek powiązanych ze Skarbem Państwa nie oferują atrakcyjnych rentowności. Powyższe stanowi solidny argument do zwiększania zaangażowania kapitału w dług emitowany przez deweloperów, którzy posiadają przed sobą dobre perspektywy, a ich obligacje na tle pozostałych branż charakteryzują się zadowalającym poziomem marż.

Na kolejnym slajdzie zaprezentowaliśmy zmianę aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych.

Warto podkreślić, że inwestorzy doceniają fakt, że branża bardzo dobrze poradziła sobie z pandemią. Pomimo chwilowego odciążenia od kapitału zewnętrznego, z którym cała gospodarka borykała się w pierwszych miesiącach zarazy, deweloperzy nie doświadczyli wstrzymania działalności operacyjnej oraz nie mieli większych problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań.

W ostatnich kwartałach widzimy na rynku kształtowanie się trendu uwzględniania w parametrach emisji obligacji

mechanizmu okresowej amortyzacji. Coraz większa część deweloperów decyduje się tym samym na rozłożenie „balonowej spłaty” na dwie czy też trzy transze. Niewątpliwie częściowa spłata kapitału przed finalnym terminem wykupu przypodobala się inwestorom profesjonalnym, którzy obecnie jeszcze większy niż do tej pory nacisk kładą na płynność nabywanych instrumentów finansowych.

## Fundusze mają coraz większy apetyt na duże emisje

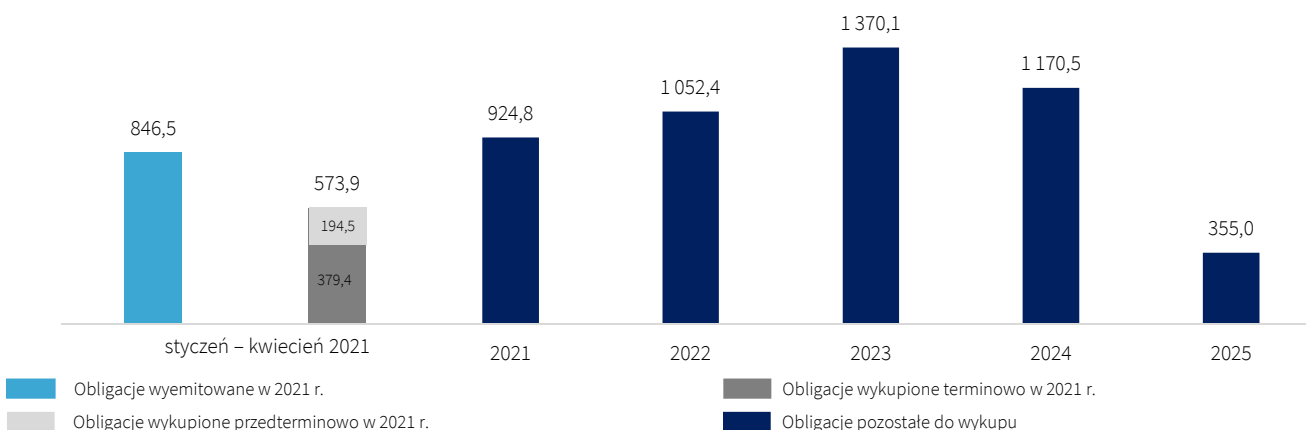
Kontynuacja napływów nowego kapitału do funduszy będzie naturalnie determinowała większe możliwości inwestycyjne inwestorów kwalifikowanych. Spodziewany wzrost wartości aktywów pod zarządzaniem może powodować w kolejnych okresach większe zainteresowanie pokaźniejszymi emisjami wśród TFI, co może z biegiem czasu stanowić pewnego rodzaju wyzwanie dla części mniejszych deweloperów.

Polityka alokowania środków pieniężnych przez instytucje finansowe zawiera liczne limity, w tym ograniczenia związane z obejmowaniem nie więcej niż % wartości danej emisji. Oznacza to, że duże fundusze w kolejnych latach mogą być coraz bardziej zainteresowane większymi transakcjami, bowiem udział w niewielkiej ofercie, która po przydziale przełoży się na subskrypcję papierów o wartości kompletnie nieistotnej z perspektywy całego portfela będzie miał się z celem. Tym samym inwestorzy profesjonalni mogą nie być skorzy do śledzenia sytuacji emitenta, którego obligacje nie odgrywają żadnej roli w strukturze ich aktywów, a finalnie w wyniku danego inwestora.

Naszym zdaniem można oczekiwać, że wcześniej wspomniane transakcje o wartości 100 mln PLN będą na rynku coraz częściej spotykane. Tym samym prawdopodobne jest, że w bliskiej perspektywie czasu oferty rzędu 10 – 30 mln PLN nie będą budziły dużego zainteresowania wśród części TFI czy też ubezpieczycieli.

Sądzymy, że mniejsi deweloperzy będą w kolejnych latach podejmować więcej działań w kierunku pozyskiwania kapitału od mniejszych TFI oraz inwestorów detalicznych, którzy będą w stanie zapewnić finansowanie rzędu kilku – kilkunastu milionów złotych.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln PLN) według stanu na dzień 30.04.2021 r.



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

## Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

W przypadku większego zapotrzebowania na gotówkę, alternatywę będzie stanowić finansowanie w formule private debt. Cały czas podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu, że rynek długu prywatnego ma przed sobą bardzo dobre perspektywy.

Podsumowując wątek skali prowadzonej przez deweloperów działalności, dochodzimy do wniosku, że pod względem dostępności do finansowania zewnętrznego w najtrudniejszym położeniu mogą znaleźć się w kolejnych okresach średniej wielkości spółki. Ich potrzeby kapitałowe będą bowiem zbyt małe dla części funduszy inwestycyjnych, z kolei zbyt duże dla inwestorów detalicznych, a koło ratunkowe w postaci private debt w wielu przypadkach może okazać się zbyt kosztowne (oczekiwania cenowe instytucji specjalizujących się w finansowaniu typu private debt są istotnie wyższe od otwartych funduszy).

Analizując na bieżąco branżę deweloperów mieszkaniowych, dochodzimy do wniosku, że na rynku wciąż znajduje się kilku wysoce jakościowych deweloperów, którzy do tej pory nie zdecydowali się zaistnieć na rynku obligacji. Ze względu na nasze wcześniejsze rozważania w zakresie spodziewanej konsolidacji sektora nieruchomości oraz rosnących aktywów TFI, wydaje nam się, że tego rodzaju spółkom z biegiem czasu będzie coraz trudniej przekonać inwestorów kwalifikowanych do finansowania relatywnie niewielkiego dewelopera, który nie posiłkował się do tej pory długiem, a tym samym nie wykorzystał w pełni dobrej koniunktury. Przykład takich spółek jak White Stone Development pokazuje, że na rynku Catalyst jest obecnie miejsce dla nowych emitentów.

### Brak problemów z refinansowaniem zadłużenia

Od stycznia do kwietnia 2021 r. analizowane przez nas spółki dokonały wykupów na łączną kwotę **573,9 mln PLN**, z czego **194,5 mln PLN** zobowiązań zostało spłaconych przed terminem, co w większości przypadków było związane z przydziałem nowej serii obligacji.

Do końca 2021 r. analizowani przez nas deweloperzy będą zobowiązani do spłaty obligacji o łącznej wartości nominalnej w wysokości **924,8 mln PLN**. Uważamy, że sentyment inwestycji do obligacji branży jest cały czas bardzo dobry. Tym samym spodziewamy się, że w 2Q 2021 r. będziemy świadkami kolejnych, znaczących emisji, w tym ofert refinansujących bieżące zadłużenie.

Na koniec 30 kwietnia 2021 r. łączny outstanding obligacyjny analizowanych przez nas podmiotów wyniósł blisko 4,9 mld PLN. Należy zaznaczyć, że istotny wzrost wartości względem naszych poprzednich edycji raportu jest związany ze zmianą ujętych w zestawieniu spółek, o czym informowaliśmy we wstępie niniejszego opracowania.

### Dobra koniunktura rynkowa. W kolejce po kapitał ustawiają się kolejni deweloperzy

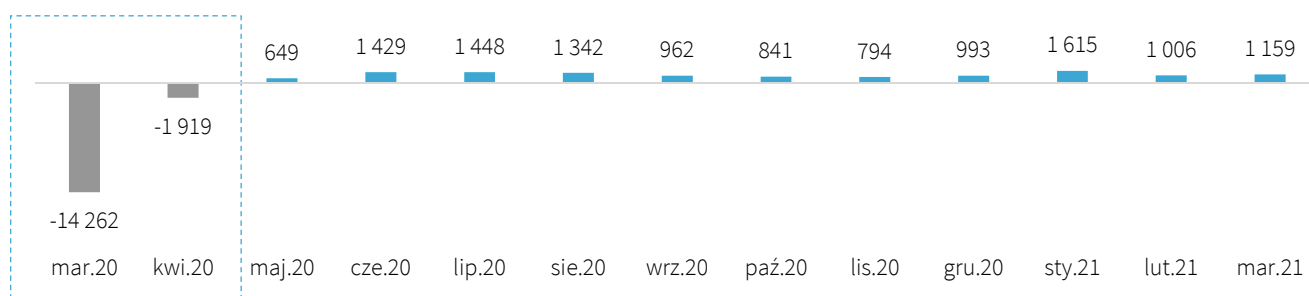
Wśród analizowanych przez nas deweloperów największą w bieżącym roku emisję przeprowadziło **Echo Investment**, które w marcu w ramach emisji obligacji serii 1/2021 uplasowało 195,0 mln PLN. Niezabezpieczone, 4-letnie papiery wyemitowano w ramach programu o wartości do 1,0 mld PLN. Również w marcu deweloper przeprowadził wykup obligacji serii 1/2017 o wartości 155,0 mln PLN, z czego 14,8 mln PLN zostało wykupione przed terminem. Docelowo nowa seria obligacji zostanie wprowadzona do obrotu. Dopiero wówczas poznamy oprocentowanie serii 1/2021. Przypominamy, że ostatnio Echo Investment zadłużyło się przy marży na poziomie 4,50%, z kolei wykupiona seria 1/2017 oprocentowana była według stawki WIBOR 6M + 2,90%. Ponadto, deweloper w kwietniu 2022 r. zakomunikował zamknięcie transakcji pośredniego nabycia pakietu większościowego akcji w Archicom S.A., tym samym spółka 22 kwietnia wyemitowała 3,5-letnie, niezabezpieczone obligacje serii 1P/2021 o wartości 188,0 mln PLN, oprocentowane według stałej stawki 5,00%, które w przyszłości trafią na Catalyst. Wyemitowane obligacje zostaną przeznaczone na sfinansowanie przejęcia Archicom (poprzez potrącenie wierzytelności).

W 1Q 2021 r. wartą naszym zdaniem uwagi emisję przeprowadziło **Lokum Deweloper**, które w marcu 2021 r. zdołało zrefinansować swoje zadłużenie obligacyjne. Deweloper w ramach niezabezpieczonej emisji obligacji serii H pozyskał 100,0 mln PLN oprocentowane według stawki WIBOR 6M + 4,50%. Oznacza to, że spółka utrzymała marżę na poziomie obligacji serii G (35,0 mln PLN) z października 2020 r. Nowa seria obligacji charakteryzuje się 3,5-letnim terminem zapadalności oraz zawiera mechanizm okresowej amortyzacji. Tym samym 25,0 mln PLN deweloper będzie zobowiązany spłacić pół roku przed finalnym wykupem.

W bieżącym roku aktywne na rynku obligacji korporacyjnych było również **i2 Development**, które w marcu i kwietniu uplasowało dwie zabezpieczone hipotecznie serie obligacji o łącznej wartości 27,5 mln PLN. Obie serie zostaną wykupione w marcu 2024. Tegoroczne serie obligacji posiadają stałe oprocentowanie w wysokości 5,47%, co w naszej ocenie z perspektywy emitenta jest wysoce atrakcyjnym poziomem. W 1Q 2021 r. deweloper zrealizował częściowy przedterminowy wykup obligacji serii H o wartości 8,5 mln PLN – pozostałe 26,0 mln PLN spółka będzie zobowiązana spłacić we wrześniu 2021 r. W bieżącym roku deweloperowi zapada jeszcze seria J (8,5 mln PLN w sierpniu). Do tej pory spółka była w stanie refinansować swoje zobowiązania. Z uwagą będziemy śledzić jej dalsze poczynania.

W kwietniu 2021 r. nie sposób było przejść obojętnie obok emisji przeprowadzonych przez **Ronson Development SE**, **Marvipol Development** oraz **Atal**.

### Zmiana aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski Navigator, na podstawie danych IZFA

## Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

**Ronson Development** przeprowadził emisję niezabezpieczonych obligacji serii W o wartości 100,0 mln PLN, które oprocentowano według stawki WIBOR 6M + 4,00%. Oznacza to, że deweloper zdołał obniżyć oprocentowanie względem ubiegłorocznej emisji obligacji serii V (również 100,0 mln PLN) o 0,30%. Tegoroczna emisja ponownie zawiera mechanizm okresowej amortyzacji. Tym samym spółka w październiku 2024 r. będzie zobowiązana do spłaty 40,0 mln PLN, z kolei w kwietniu 2025 r. wykupi pozostałe 60 mln PLN. Warto zaznaczyć, że emisji obligacji serii W towarzyszyły częściowe przedterminowe wykupy, w tym:

- 10,0 mln PLN wykup serii R
- 2,2 mln PLN wykup serii U

Spółka nabyła papiery od inwestorów, którzy wzięli udział w tegorocznej emisji obligacji.

W kwietniu 2021 r. kolejną z sukcesem emisję 2-letnich obligacji korporacyjnych przeprowadził rynkowy weteran – **Atal**. Deweloper w ramach serii AX pozyskał 120,0 mln PLN, oprocentowane według stawki WIBOR 6M+2,15%. Oznacza to, że spółka również zdołała obniżyć oprocentowanie długu względem ubiegłorocznych serii obligacji. Przypominamy, że w 2020 r. Atal uplasował dwie serie obligacji (AW i AWX, o wartości odpowiednio 150,0 mln PLN i 50 mln PLN) przy marży 2,60%.

Ostatnią dużą emisją przeprowadzoną w kwietniu 2021 r. była transakcja **Marvipol Development**, który pozyskał z rynku 116,0 mln PLN w ramach emisji obligacji serii AD. 3,5 letnie, niezabezpieczone papiery będą przedmiotem obrotu na rynku

Catalyst, co umożliwi nam wówczas poznanie oprocentowania nowego długu. Upublicznienie serii dostarczy również informacji, czy tegoroczne obligacje zawierają mechanizm okresowej amortyzacji, który regularnie stosowany był w poprzednich papierach emitenta.

W odniesieniu do tegorocznych emisji warto jeszcze wspomnieć, że w marcu 2021 r. 18,5 mln PLN pozyskała **Domesta** (spółka z **Grupy Inpro**). Oprocentowanie nowej serii ustalono na stałe 5,75%.

Spodziewamy się, że na fali udanych transakcji, w bieżącym kwartale będziemy świadkami kolejnych emisji. 11 maja 2021 r. **Develia** wyemituje 4-letnie, niezabezpieczone obligacje o wartości nominalnej 150,0 mln PLN, które będą oprocentowane według stawki WIBOR 3M+2,95% W najbliższym czasie spodziewamy się, że z ofertami do inwestorów wyjdzie m.in. **Dom Development**. Myślimy, że ostatniego słowa w zakresie zwiększania zadłużenia obligacyjnego nie powiedziały również **Atal** oraz **Echo Investment**. Nie wykluczamy, że w tym roku także **Grupa Robyg** będzie rozważała emisję, która zrefinansuje 45,3 mln PLN zapadające w lipcu 2021 r.

Uważamy, że warto skomentować jeszcze krótko ostatnie poczynania **J.W. Construction**, które w bieżącym roku pożegnało się z rynkiem Catalyst, przeznaczając na przedterminowe wykupy 42,8 mln PLN. Deweloper posiada obecnie jedną aktywną, nienotowaną serię obligacji o wartości 51,5 mln PLN, która zapada w listopadzie 2022 r.

### Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2021 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Lokum Deweloper	5 mar 2021	100,0	H	3,5 <sup>1</sup>	WIBOR 3M + 4,50%	Nie
i2 Development	16 mar 2021	17,9	L	3,0	5,47%	Tak
Echo Investment	17 mar 2021	195,0	1/2021	4,0	WIBOR 6M + marża	Nie
Ronson	15 kwi 2021	100,0	W	4,0 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
i2 Development	16 kwi 2021	9,6	M	3,0	5,47%	Tak
Marvipol	21 kwi 2021	116,0	AD	3,5	WIBOR 6M + marża	Nie
Atal	21 kwi 2021	120,0	AX	2,0	WIBOR 6M + 2,15%	Nie
Echo Investment	22 kwi 2021	188,0	1P/2021	3,5	5,00%	Nie
<b>razem</b>		<b>846,5</b>				

<sup>1</sup>okresowa amortyzacja

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

### Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln PLN) według stanu na dzień 30.04.2021 r.

Deweloper	Emisje w 2021 r.		Wykupy w 2021 r.		Wykupy w okresie 2021 - 2025					Suma do wykupu
	1Q 2021	kwiecień 2021	1Q 2021	kwiecień 2021	2021	2022	2023	2024	2025	
Echo Investment	195,0	188,0	155,0	0,0	298,4	296,6	180,3	620,6	195,0	1590,9
Atal	0,0	120,0	40,0	170,0	158,0	200,0	269,0	0,0	0,0	627,0
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	0,0	505,3
Develia	0,0	0,0	0,0	0,0	140,0	115,0	130,0	0,0	0,0	385,0
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	110,0	50,0	50,0	50,0	100,0	360,0
Marvipol Development	0,0	116,0	12,0	14,8	39,6	54,3	47,6	172,3	0,0	313,8
Ronson Development	0,0	100,0	4,8	12,2	37,9	53,8	57,7	100,0	60,0	309,3
Archicom	0,0	0,0	6,3	0,0	16,3	175,2	68,8	0,0	0,0	260,3
Lokum Deweloper	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0	0,0	200,0
Victoria Dom	0,0	0,0	6,1	0,0	20,0	56,0	84,6	0,0	0,0	160,6
i2 Development	17,9	9,6	8,5	0,0	34,5	0,0	10,0	27,5	0,0	72,0
J.W. Construction	0,0	0,0	42,8	0,0	0,0	51,5	0,0	0,0	0,0	51,5
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	12,1	0,0	0,0	12,1
<b>Razem</b>	<b>312,9</b>	<b>533,6</b>	<b>376,9</b>	<b>197,1</b>	<b>924,8</b>	<b>1 052,4</b>	<b>1 370,1</b>	<b>1 170,5</b>	<b>355,0</b>	<b>4 872,8</b>

<sup>1</sup> W tym 207,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

# Informacje ze spółek

## ARCHICOM

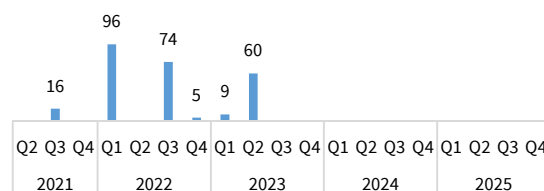
- 18 lutego Emitent opublikował raport bieżący o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych. W jego wyniku akcjonariusz dominujący podjął decyzję o reorganizacji oraz zbyciu pakietu akcji notowanego Archicomu uprawniających do 65,99% głosów (przejęcie sfinalizowane do dnia publikacji niniejszego raportu). Nabywcą Archicomu okazał się Echo Investment.
- Transakcja polegała na sprzedaży przez emitenta spółki zależnej (Archicom Polska) dotychczasowym akcjonariuszom oraz spółki projektowej (Archicom Studio Projekt). Archicom Polska jest podmiotem skupiającym grunty poza Wrocławiem. W efekcie, w uszczuplonym Archicomie pozostały grunty głównie we Wrocławiu umożliwiające realizację ok. 3,8 tys. lokali wobec 6,7 tys. lokali przed podziałem. Ta część trafiła do Echo.
- Ponadto, do uszczuplonego Archicomu w 2Q 2021 r. powinno wpłynąć ok. 42,5 mln zł w gotówce oraz 37 mln zł w obligacjach Echo tyt. sprzedaży ww. spółek.
- Ze względu na przeprowadzoną już transakcję przejęcia i podziału Archicomu dane dot. sprzedaży lokali będziemy odnosić do zrestrukturizowanego podmiotu. I tak, emitent rozpoczął rok z kontraktacją na poziomie 377 lokali w 1Q 2021 r. wobec 270 w 4Q 2020 r. (+39,6% q/q) oraz 246 przed rokiem (+53,3% r/r). 1Q 2021 r. był dla Archicomu rekordowy. Cel sprzedaży dewelopera na 2021 r. wynosi: 1 000 – 1 200 lokali (bez zmian wobec celu na 2020 r., ale nowy cel dotyczy zreorganizowanego Archicomu).
- Liczba przekazanych w 1Q 2021 r. wyniosła 194 lokale wobec 502 rok wcześniej. Tegoroczny cel przekazanych wynosi 1 000 – 1 200 lokali wobec 1 400 – 1 600 na 2020 r.. Uwzględniając przejęcie, cel wydaje nam się konserwatywny, toteż nie wykluczamy, że może zostać podniesiony w trakcie roku.
- Oferta Archicomu wg. stanu na koniec grudnia wyniosła 1 496 lokali uwzględniając obecnie prowadzone inwestycje w miastach poza Wrocławiem. W 2021 r. Emitent planuje wprowadzić do oferty ok. 1 400 lokali.
- Dług netto na koniec 2020 r. wyniósł 128,5 mln zł wobec 135,5 mln zł kwartał wcześniej oraz wobec 189,5 mln zł rok wcześniej, a więc spadł mimo wypłaty 65 mln zł dywidendy w listopadzie 2020 r.. Wskaźnik dług netto do kapitału własnego 20,9% (-0,3 p.p. q/q oraz -14,0 p.p. r/r).

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	324,7	476,5	500,5	388,9	648,7
Zysk brutto ze sprzedaży	88,1	128,2	151,1	114,1	194,8
Marża brutto ze sprzedaży	27,1%	26,9%	30,2%	29,3%	30,0%
EBIT	70,2	88,3	100,3	75,8	133,0
Marża EBIT	21,6%	18,5%	20,0%	19,5%	20,5%
Zysk netto	57,3	61,4	89,2	51,2	93,7
Marża netto	17,7%	12,9%	17,8%	13,2%	14,4%
Kapitał własny	473,7	491,0	543,4	638,4	613,9
Zadłużenie finansowe	196,2	266,7	282,2	341,1	302,8
Kredyty i inne	43,0	53,4	76,0	73,2	104,0
Obligacje	153,2	213,4	206,2	268,0	198,8
% obligacji w zadłużeniu	78,1%	80,0%	73,1%	78,6%	65,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80,2	106,3	92,7	205,7	174,3
Dług netto	116,0	160,5	189,5	135,5	128,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,1%	58,1%	60,7%	58,7%	58,0%
Dług netto/KW	24,5%	32,7%	34,9%	21,2%	20,9%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

\* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

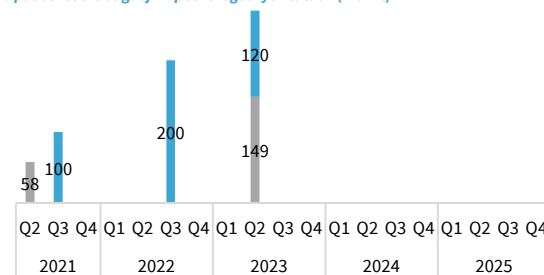
## ATAL

- Deweloper rozpoczął nowy rok z kontraktacją na poziomie 848 lokali, a więc więcej zarówno q/q jak i r/r – kolejno wobec: 824 w 4Q 2020 r. (+2,9%) i 742 w 1Q 2020 r. (+14,3%). Warto dodać, że w 1Q 2021 r. w marcu odnotowano sprzedaż aż 400 lokali. Z dostępnych sprawozdań emitenta wynika, że był to rekordowy miesiąc w historii Grupy. Tegoroczny cel sprzedażowy Atalu to minimum 3 200 lokali. Dla przypomnienia, w rekordowym 2019 r. emitent zakontraktował 3 180 jednostek.
- W 1Q 2021 r. deweloper przekazał 794 lokali wobec 473 lokali rok wcześniej (+67,9% r/r). Podczas konferencji podsumowującej wyniki za 2020 r. Atal wskazał, że poziom przekazanych w całym roku może wynieść 3 300 lokali, przy czym zaznaczono, że ten poziom wydaje się bezpieczny.
- Wg. stanu na koniec 2020 r. emitent przewiduje zakończenie realizacji 3 327 jednostek w 2021 r., a poziom kontraktacji na tych inwestycjach wynosił 65%. Dodatkowo, Grupa miała 956 lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych.
- Oferta na koniec ubiegłego roku wyniosła 4 083 lokale (-8,1% r/r). W ciągu 1Q 2021 r. zaobserwowaliśmy wprowadzenie do oferty 732 lokali, a więc oferta mogła spaść poniżej 4 000 jednostek wg. stanu na koniec 1Q 2021 r..
- W efekcie dużej liczby przekazanych w ostatnim kwartale ubiegłego roku, a tym samym wysokich wyników oraz wysokich przepływów operacyjnych w ostatnim kwartale dług netto dewelopera spadł do poziomu 736,8 mln zł wobec 871,2 mln zł na koniec 3Q 2020 r. oraz 823,7 mln zł na koniec 2019 r.. Wspomniany dług na koniec 4Q 2020 r. stanowił 77,1% kapitałów własnych.
- Dobra sprzedaż w ostatnich kwartałach zachęca dewelopera do powrotu po rocznej przerwie do wypłat dywidend. Zarząd emitenta zarekomendował WZA wypłatę akcjonariuszom 117,3 mln zł z zysku za 2020 r., tj. 3,03 zł/akcję.
- Już po dniu bilansowym Atal zrealizował transakcję nabycia gruntów za ok. 52,3 mln zł. Dla przypomnienia, w 2020 r. emitent wydał na grunty 51 mln zł. Podczas konferencji wynikowej zarząd wskazał, że tegoroczne zakupy gruntów mogą sięgnąć łącznie 150 mln zł, lecz zastrzegł, że priorytetem nie jest całościowa realizacja budżetu.
- W kwietniu deweloper wyemitował 120 mln zł obligacji. Jednocześnie, spłacił 170 mln zł starszych serii. W kwietniowej emisji udało się obniżyć marżę do 215 punktów bazowych wobec 260 punktów w emisjach zeszłorocznych.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	865,8	1 055,0	720,2	671,1	1 167,4
Zysk brutto ze sprzedaży	247,6	283,5	170,7	132,0	237,5
Marża brutto ze sprzedaży	28,6%	26,9%	23,7%	19,7%	20,3%
Przychody segmentu dewelop.	855,6	1 046,9	713,4	665,9	1 160,6
EBIT segmentu dewelop.	216,3	255,6	142,6	104,2	204,6
Marża EBIT	25,3%	24,4%	20,0%	15,7%	17,6%
Zysk netto	179,7	206,6	115,7	82,4	167,5
Marża netto	20,8%	19,6%	16,1%	12,3%	14,3%
Kapitał własny	788,3	857,3	788,8	871,1	956,1
Zadłużenie finansowe	479,9	524,8	837,9	1 040,2	910,9
Kredyty i inne	91,8	84,4	190,3	218,3	185,6
Obligacje	388,2	440,5	647,7	821,9	725,3
% obligacji w zadłużeniu	80,9%	83,9%	77,3%	79,0%	79,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	129,9	29,2	14,2	169,0	174,0
Dług netto	350,0	495,6	823,7	871,2	736,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,0%	54,2%	67,6%	70,6%	65,8%
Dług netto/KW	44,4%	57,8%	104,4%	100,0%	77,1%

<sup>1</sup>bez uwzględnienia leasingu finansowego

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = 207 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# Informacje ze spółek

## DEVELIA

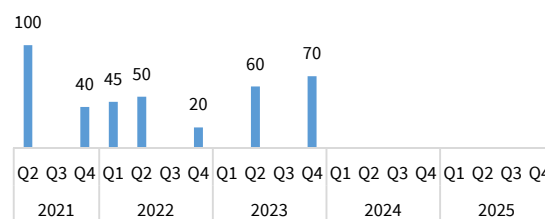
- W 1Q 2021 r. kontraktacja lokali w Develii wyniosła 580 lokali wobec 580 w 4Q 2020 r. oraz wobec 311 rok wcześniej (+86,5% r/r). Tegoroczny cel sprzedaży zarząd ustalił na 1 750-1 850 lokali, co oznacza wzrost o 29-36% wobec roku ubiegłego.
- Pod kątem przekazania deweloper rozpoczął rok z rozpoznaniem w wynikach 393 lokali wobec 407 w 4Q 2020 r. (-3,4% q/q) i 421 rok wcześniej (-6,7% r/r). Celem na cały rok jest przekazanie 1 800-1 900 lokali wobec 1 153 w 2020 r., co pozwoliłoby osiągnąć dynamikę wzrostu rzędu 56-65% r/r. Wg. stanu na koniec 4Q 2020 r. kontraktacja lokali przewidzianych do przekazania w 2021 roku wyniosła 85%.
- Stan oferty na koniec ubiegłego roku wyniósł 1 468 lokali wobec 1 641 kwartał wcześniej (-10,5% q/q) i 1 569 rok wcześniej (-5,5% r/r). Cel wprowadzeń na br. to 1 500-1 700 lokali. Dla przypomnienia, w 2020 r. deweloper wprowadził do oferty 1 278 lokali. Biorąc pod uwagę cele Develii oraz jej problemy w poprzednich okresach uważamy, że ponownie kluczowa w tym roku pozostanie sprawność we wprowadzeniach nowych inwestycji.
- W lutym emitent poinformował rynek o nowej strategii spółki na lata 2021-2025. Dokument przewiduje:
  - Zwiększenie kontraktacji lokali z 1 400 do 3 100 w 2025 r.
  - Wzrost udziału segmentu mieszkaniowego w bilansie z 50% do 80%. Pozostałe, włącznie z PRS max 15%
  - Sprzedaż w segmencie PRS 300-400 lokali rocznie
  - Wzrost ROE z 7% do 15%
  - Bank ziemi w 2025 r. na poziomie 10 000 jednostek
  - Wypracowanie potencjału dywidendowego 650 mln zł przy zachowaniu wskaźnika dług netto/kapitał własny w przedziale 0,30-0,49
- W naszej opinii cele są ambitne oraz oparte na założeniu zbycia aktywów komercyjnych, tj. Arkad Wrocławskich, Sky Tower'a oraz Woli Retro. Uważamy, że dwa pierwsze obiekty będą trudne w sprzedaży. Ich obecny NAV to ok. 511 mln zł. Z wymienionego względu widzimy cele w strategii jako wymagające.
- W kwietniu Develia poinformowała o emisji obligacji o wartości 150 mln zł. Dzień emisji ustalono na 11 maja. Tenor nowych obligacji to 3 lata. Warto wspomnieć o redukcji marży emitowanych papierów. W obecnej emisji marżę ustalono na 295 pb. wobec 330 pb. w emisji z października 2020 r.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	706,2	796,7	819,3	318,5	517,1
Przychody	562,5	649,0	678,3	252,6	430,1
Zysk brutto ze sprzedaży	162,0	201,2	225,3	77,6	134,8
Marża brutto ze sprz.	28,8%	31,0%	33,2%	30,7%	31,3%
Zysk netto	80,2	160,4	117,4	23,0	-134,5
Marża netto	11,4%	20,1%	14,3%	7,2%	-26,0%
Kapitał własny	1 448,4	1 497,8	1 492,1	1 479,6	1 317,8
Zadłużenie finansowe	1081,7	1214,5	1087,7	787,7	837,1
Zadłużenie finansowe	444,9	485,5	462,7	344,9	385,7
Kredyty i inne	88,2	33,2	0,0	0,0	0,0
Obligacje	356,7	452,3	462,7	344,9	385,7
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	163,3	259,9	242,7	114,5	182,1
Dług netto	281,6	225,7	220,0	230,4	203,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,1%	58,1%	53,5%	50,7%	53,2%
Dług netto/KW	51,7%	50,0%	50,1%	27,5%	34,9%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

\* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



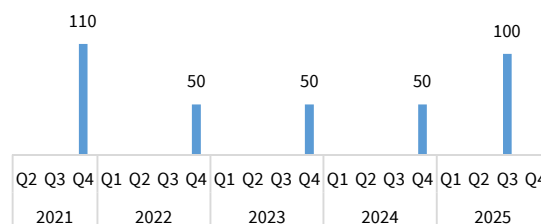
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DOM DEVELOPMENT

- W 1Q 2021 Dom Development znalazł nabywców na 1 084 lokale wobec 1 130 kwartał wcześniej (-4,1% q/q) i 815 rok wcześniej (+15,3% r/r). Tegoroczny cel sprzedaży dewelopera to wolumen co najmniej równy poziomowi z 2020 r., tj. ok. 3 750 lokali.
- Pod kątem przekazania emitent rozpoczął rok z liczbą 1 366 lokali rozpoznanych w wynikach 1Q 2021 r. wobec 1 073 kwartał wcześniej (+27,3% q/q) oraz 549 rok wcześniej (+148,8% r/r). W całym 2021 r. deweloper planuje rozpoznać w wynikach 3 300-3 400 lokali, a więc o ok. 10% więcej niż w 2020 r..
- Oferta wg. stanu na koniec 2020 r. wynosiła 2 482 lokale wobec 2 255 (+10,1% r/r) i stabilnie rosła w kolejnych kwartałach zeszłego roku mimo równie systematycznego wzrostu sprzedaży. Ogółem, w zeszłym roku emitent wprowadził do oferty 4 054 lokale przy sprzedaży 3 756. W 2021 r. grupa planuje rozpocząć budowę aż ok. 5 000 lokali.
- Po planach dot. nowych budów widać, że deweloper nie zamierza zwalniać tempa licząc na dalszy wzrost skali działalności. W ten cel wpisana jest najnowsza akwizycja spółki. W marcu emitent poinformował o zamiarze nabycia większościowego pakietu akcji działającego w Krakowie Sento S.A..
- Przejmując Sento, Dom Development pojawi się w czwartym już mieście, dodając jednocześnie do swojego banku ziemi ok. 750 lokali w Krakowie. Sam Sento kontraktował dotychczas po ok. 120 lokali rocznie. Natomiast ze wsparciem Dom Developmentu potencjał ten będzie mógł ulec zwiększeniu.
- Kondycja finansowa Grupy bezsprzecznie pozostaje wysoce zadowalająca. Struktura zadłużenia jest komfortowa, a marże śrubują rekordy. Na koniec roku, dług netto dewelopera był ujemny (-214,3 mln zł wobec 5,3 mln zł na koniec 2019 r.). Nic więc dziwnego, że Dom Development kolejny raz zdecydował podzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Wg. projektu uchwały na WZA na konta akcjonariuszy trafi w tym roku kwota 254 mln zł, którą deweloper wypłaci 28 czerwca br..
- Uważamy, że mimo planowanego dalszego wzrostu skali działalności, Dom Development pozostanie podmiotem o bardzo silnym bilansie, z wysoką zdolnością do wypłat dywidend.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	1404,7	1653,9	1661,7	1135,4	1815,0
Zysk brutto ze sprzedaży	385,7	455,1	500,1	355,6	578,8
Marża brutto ze sprz.	27,5%	27,5%	30,1%	31,3%	31,9%
Zysk netto	190,8	227,0	256,0	175,2	302,2
Marża netto	13,6%	13,7%	15,4%	15,4%	16,7%
Kapitał własny	1002,3	1046,5	1084,2	1026,9	1157,5
Zadłużenie finansowe	396,4	396,2	446,3	385,9	371,4
Kredyty i inne	85,0	85,0	85,0	23,0	10,0
Obligacje	311,4	311,2	361,3	362,9	361,4
% obligacji w zadłużeniu	78,6%	78,5%	81,0%	94,0%	97,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	279,7	282,5	253,3	380,6	585,7
Dług netto	116,7	113,7	193,0	5,3	-214,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	58,8%	63,4%	67,7%	64,4%
Dług netto/KW	11,6%	10,9%	17,8%	0,5%	-18,5%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

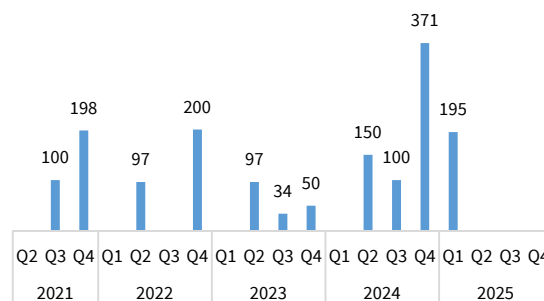
## ECHO INVESTMENT

- W 1Q 2021 r. Grupa Echo sprzedała 463 lokali w stosunku do 464 w 4Q 2020 r. i 399 w 1Q 2020 r. (+16,0% r/r). W całym 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 1 570 lokali.
- Wolumeny sprzedaży w obecnym roku zostaną w znacznym stopniu zdeterminowane przez przejście wrocławskiej części Archicomu. Licząc łącznie z Archicomem Echo planuje kontraktację na poziomie 3 200 lokali, co postawi dewelopera w czołówce krajowych deweloperów mieszkaniowych.
- Przekazania w 1Q 2021 r. sięgnęły 154 lokali wobec 180 rok wcześniej.
- Grupa Echo to jednak nie tylko mieszkania. Na koniec 2020 r. do segmentu mieszkaniowego przypisane było ok. 21% aktywów całej Grupy. Dalsze niecałe 4% to segment mieszkań na wynajem (Resi4Rent). Strategia emitenta zakłada zwiększanie zaangażowania w segmenty mieszkaniowe oraz wynajmu tak, by ich udział w aktywach przekraczał 60% w horyzoncie strategii. Nabycie wrocławskiej części Archicomu niewątpliwie przyspieszy ten proces, choć wymagana jest także sprzedaż dużej części aktywów komercyjnych.
- Duża ekspozycja na segment biurowy jest także istotnym powodem zadłużenia Grupy. Dług netto przez ostatnie kwartały systematycznie rósł osiągając wartość ok. 2,6 mld zł, co stanowiło ok. 155% kapitałów własnych emitenta. Natomiast na koniec 2020 r. 1,2 mld zł aktywów, głównie w segmencie biurowym, sklasyfikowane było jako aktywa przeznaczone do sprzedaży. Zbycie tych aktywów sprowadzi wskaźnik do niższych poziomów.
- Sama transakcja przejścia Archicomu opiewała na 428,6 mln zł za 65,99% udziału w głosach co oznacza, że wyceniono cały Archicom blisko 650 mln zł. Uwzględniając 1Q 2021 r. wycena odpowiadała w przybliżeniu wartości kapitałów własnych Archicomu.
- Bardzo ciekawa jest sama struktura transakcji. By sfinansować przejście Echo wyemitowało 188 mln zł obligacji, które trafiły do dawnych właścicieli Archicomu, skąd 37 mln zł znalazło się na rachunkach przejętego podmiotu jako część zapłaty za Archicom Polska. Ogółem, transakcja ma strukturę wykupu lewarowanego, a wspomniane obligacje spłacone zostaną dywidendami z przejętego podmiotu.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	641,0	713,0	880,1	746,3	1212,9
Zysk brutto ze sprzedaży	150,5	134,9	203,0	110,3	243,8
Marża brutto ze sprz.	23,5%	18,9%	23,1%	14,8%	20,1%
Przychody	484,7	393,5	554,2	371,2	728,6
Zysk brutto ze sprzedaży	114,8	109,4	152,4	76,2	164,4
Marża brutto ze sprz.	23,7%	27,8%	27,5%	20,5%	22,6%
Aktywa	777,5	1 059,0	1 065,5	1 081,7	1 179,9
Kapitał własny	640,4	975,3	630,4	533,8	645,1
Aktywa	3 853,0	3 891,9	4 810,4	5 402,3	5 630,8
Kapitał własny	1 589,9	1 495,5	1 562,2	1 649,7	1 684,6
Zadłużenie finansowe	1 555,0	1 429,5	2 254,6	2 745,6	2 943,2
Kredyty i inne	157,0	270,9	1 105,1	1 379,5	1 518,9
Obligacje	1 398,1	1 158,7	1 149,5	1 366,1	1 424,3
% obligacji w zadłużeniu	89,9%	81,1%	51,0%	49,8%	48,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	676,3	439,5	492,3	439,8	327,1
Dług netto	878,7	990,0	1 762,3	2 305,8	2 616,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,7%	61,6%	67,5%	69,5%	70,1%
Dług netto/KW	55,3%	66,2%	112,8%	139,8%	155,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

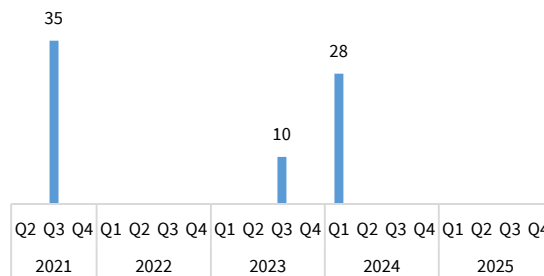
## i2 DEVELOPMENT

- Przypomnijmy, deweloper nie publikuje danych sprzedażowych raportami bieżącymi, stąd najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są te za ostatni kwartał ubiegłego roku. We wspomnianym 4Q 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 76 lokali wobec 31 w 3Q 2020 r. i 77 rok wcześniej. Emitent nie opublikował celu sprzedażowego. Łącznie w całym 2020 r. deweloper znalazł nabywców 217 lokali, a więc o zanotował wzrost o 4,3%.
- W wynikach za 4Q 2020 r. i2 Development rozpoznało 64 lokale wobec 109 w 3Q 2020 r. oraz 107 rok wcześniej. W całym 2020 r. rozpoznało 427 lokali wobec 403 rok wcześniej (+6% r/r).
- Wspomniany wzrost liczby przekazanych przełożył się na wzrost przychodów dewelopera do 214,8 mln zł wobec 139,8 mln zł rok wcześniej. Gorzej jednak było z poziomem zysków jakiego można byłoby oczekiwać po takim wzroście przychodów. Choć Grupa rozpoznała 10,7 mln zł zysku netto w całym 2020 r., przy 1,1 mln zł straty netto w samym 4Q 2020 r. o tyle wyniki roku ubiegłego obciążone były istotnymi zdarzeniami jednorazowymi, które obniżyły wtedy wyniki. Gorsze wyniki widać zwłaszcza w segmencie działalności deweloperskiej, która w 2020 r. wygenerowała 9,8% marży EBIT wobec 34,1% w 2019 r.. Oferta dewelopera na koniec roku wynosiła 170 lokali wobec 527 na koniec 3Q 2020 r.. Zmniejszenie ilości lokali w ofercie bynajmniej nie wynika z dobrych poziomów kontraktacji, lecz z wycofania z oferty jednego z projektów. Konkretnie chodzi o inwestycję Armii Krajowej 7 – etap II. Wg. emitenta, wspomniana inwestycja ma być przystosowana do obecnych realiów rynkowych oraz ma wrócić do oferty w 2Q 2021r.
- Dług netto uległ w ciągu zeszłego roku redukcji do 44,2% kapitałów własnych wobec 80,2% rok wcześniej. W dalszym ciągu jednak struktura jego zapadalności można określić mianem wymagającej, co wynika z faktu, że duża część zobowiązań finansowych zaklasyfikowana jest do zobowiązań o charakterze krótkoterminowym.
- Deweloper zakłada, że w ciągu 2021 r. uda mu się zrefinansować 40 mln zł obligacji, co częściowo udało mu się już po dniu bilansowym (27,5 mln zł z emisji serii L oraz M), zaciągnąć kredyty na 42 mln zł oraz uzyskać wpływy ze sprzedaży lokali w wysokości 73 mln zł. Emitent pracuje więc nad wspomnianą kwestią, nie mniej jednak, w dalszym ciągu może naszym zdaniem wymagać większej uwagi.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	78,8	95,5	139,8	167,7	214,8
Przychody	52,2	75,8	120,0	149,5	186,5
EBIT	14,7	-5,7	40,9	15,5	18,4
Marża EBIT	28,2%	-7,6%	34,1%	10,3%	9,8%
Zysk netto	10,8	29,0	-4,2	11,8	10,7
Marża netto	13,7%	30,3%	-3,0%	7,1%	5,0%
Kapitał własny	230,5	248,6	241,5	253,0	252,9
Zadłużenie finansowe	154,9	217,9	196,7	126,8	123,2
Kredyty i inne	89,0	92,9	96,8	64,6	70,3
Obligacje	65,9	125,0	99,9	62,2	52,9
% obligacji w zadłużeniu	42,6%	57,4%	50,8%	49,0%	43,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	15,7	3,1	3,9	11,4
Dług netto	153,5	202,2	193,6	122,9	111,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,3%	56,7%	56,7%	45,1%	44,7%
Dług netto/KW	66,6%	81,4%	80,2%	48,6%	44,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

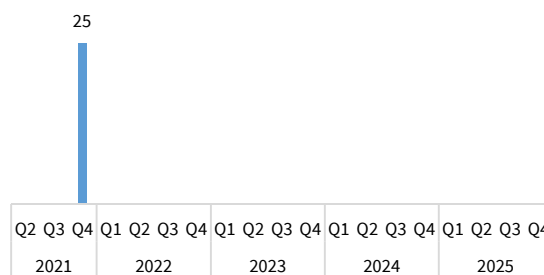
## INPRO

- W 1Q 2021 r. Inpro znalazło nabywców na 219 lokali wobec 190 przed rokiem, co wskazuje na 15,3% wzrost wolumenu kontraktacji.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom klucze do 100 lokali w porównaniu z 167 w analogicznym okresie poprzedniego roku (-40,1% r/r).
- Na koniec 2020 r. Inpro oraz spółka zależna (Domesta) realizowały 10 projektów na łączną liczbę ok. 1,5 tys. lokali.
- W ubiegłym roku Grupa wprowadziła do sprzedaży łącznie 649 lokali. Prezes Inpro komunikuje, że deweloper planuje w bieżącym roku wprowadzić do oferty ok. 900 mieszkań.
- Ponadto Zarząd informuje, że w 2020 r. deweloper powiększył bank ziemi o 129 tys. mkw. gruntów, które posiadają potencjał do wybudowania ponad 1,5 tys. lokali.
- Warto przypomnieć, że Inpro posiada udziały w obiektach hotelowych, które są odpłatnie dzierżawione firmie zewnętrznej. Segment hotelowy został bardzo silnie dotknięty pandemią. Spółka nie komunikowała jednak publicznie informacji w zakresie problemów z płatnościami. Zarząd informuje jedynie, że deweloper dotożył wszelkich starań, aby spółki hotelowe utrzymały płynność.
- Bezpośrednio Inpro posiada na ten moment wyemitowaną jedną serię obligacji (seria B) o wartości nominalnej 25,0 mln PLN, która zapada w październiku 2021 r. Sądymy, że Spółka będzie w bieżącym roku dążyła do zrefinansowania zadłużenia. Dobra kondycja finansowa emitenta sprawia, że w naszej ocenie potencjalna nowa emisja cieszyłaby się zainteresowaniem inwestorów.
- W marcu 2021 r. spółka zależna Domesta (Inpro posiada 59,57% udział w spółce) zdecydowała się przeprowadzić emisję obligacji o wartości 18,5 mln PLN. Trzyletnie obligacje serii AD są oprocentowane według stałej stawki 5,75%. Na ten moment inne parametry emisji nie zostały opublikowane. Według informacji prasowych niepowiązanych z emitentem, obligacje będą przedmiotem obrotu, tym samym trafią w przyszłości na Catalist.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	202,9	259,0	270,5	184,4	382,6
Przychody	155,1	220,1	225,6	169,8	361,5
Zysk brutto ze sprzedaży	54,3	66,3	70,4	35,0	103,3
Marża brutto	35,0%	30,1%	31,2%	20,6%	28,6%
Zysk netto	27,1	35,3	36,1	17,0	63,8
Marża netto	17,5%	16,0%	16,0%	10,0%	17,7%
Zysk netto	30,3	40,9	43,5	18,1	67,8
Marża netto	14,9%	15,8%	16,1%	9,8%	17,7%
Kapitał własny	265,4	295,7	308,7	318,6	365,7
Zadłużenie finansowe	68,8	85,8	82,7	95,0	107,2
Kredyty i inne	68,8	60,9	57,7	69,6	82,3
Obligacje	0,0	24,8	25,0	25,4	24,8
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	28,9%	30,2%	26,7%	23,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	13,8	29,4	19,9	59,7	90,6
Dług netto	55,0	56,4	62,8	35,3	16,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,6%	45,6%	48,4%	51,9%	43,4%
Dług netto/KW	20,7%	19,1%	20,3%	11,1%	4,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

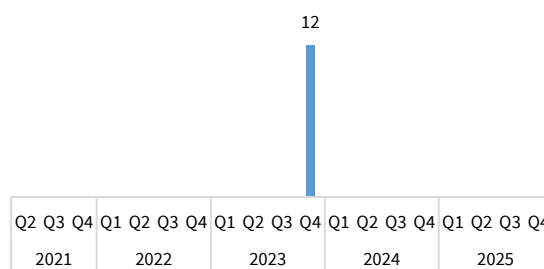
## JHM DEVELOPMENT

- W 1Q 2021 r. deweloper znalazł nabywców na 121 lokali wobec 144 kwartał wcześniej (-16% q/q) oraz wobec 81 rok wcześniej (+49,4% r/r). Spółka pokazała spadek w ujęciu kwartał do kwartału, lecz w sprzedaży w dalszym ciągu utrzymuje się powyżej 100 jednostek kwartalnie, co jest dla emitenta wysokim poziomem.
- Pod kątem przekazania, w wynikach za 1Q 2021 r. deweloper zaksięguje 111 lokali wobec 130 kwartał wcześniej (-14,6% q/q) oraz wobec 80 rok wcześniej (+38,8% r/r).
- Poziom oferty na koniec marca wynosił 878 lokali wobec 891 kwartał wcześniej (-1,5% q/q) i 751 rok wcześniej (+16,9% r/r). W 2021 r. deweloper planuje wprowadzić do sprzedaży łącznie ok. 610 lokali, z czego część została już wprowadzona w 1Q 2021 r.
- Deweloper nie poinformował o planach sprzedażowych na bieżący rok. Biorąc jednak pod uwagę poziom oferty, plan wprowadzeń nowych inwestycji na bieżący rok oraz satysfakcjonującą sprzedaż w pierwszym kwartale spodziewamy się, że deweloper powinien regularnie notować kontraktację powyżej 100 lokali kwartalnie.
- W całym 2020 r. deweloper osiągnął w segmencie mieszkaniowym marżę brutto w wysokości 24,2% wobec 20,1% rok wcześniej (+4,1 p.p. r/r). W samym 4Q 2020 r. marża brutto w segmencie deweloperskim sięgnęła 25,5%.
- Przekazanie 130 lokali w 4Q 2020 r. pozwoliło rozpoznać 50,5 mln zł przychodów w segmencie deweloperskim w 4Q 2020 r. wobec 60,7 mln zł rok wcześniej (-16,9% r/r), ale na zdecydowanie lepszej marży (25,5% wobec 16,7% rok wcześniej), co przełożyło się na wyższy zysk brutto ze sprzedaży (12,9 mln zł wobec 10,2 mln zł rok wcześniej).
- W poprzedniej edycji raportu spodziewaliśmy się słabych wyników z działalności wynajmu posiadanych nieruchomości i tak też się stało. W całym 2020 r. najem przyniósł 32,9 mln zł przychodów wobec 46,6 mln zł rok wcześniej (-29,4% r/r).
- Finalnie, na poziomie skonsolidowanym zysk netto spadł do poziomu 15,8 mln zł wobec 17,9 mln zł rok wcześniej (-11,6% r/r). Emitent odnotował jednak istotny wzrost kapitału własnego, co było wynikiem wniesienia do grupy nieruchomości w Ostródzie.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	137,9	143,2	139,4	88,9	147,5
Przychody	95,8	97,8	92,7	64,1	114,6
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	18,8	18,6	14,9	27,7
Marża brutto	17,2%	19,2%	20,1%	23,2%	24,2%
Zysk netto	6,5	10,1	8,7	6,3	14,3
Marża netto	6,8%	10,4%	9,4%	9,8%	12,5%
Zysk netto	16,8	17,4	17,9	7,2	15,8
Marża netto	12,2%	12,2%	12,9%	8,2%	10,7%
Kapitał własny	333,8	349,2	367,1	374,3	459,4
Zadłużenie finansowe	55,2	65,8	65,0	68,0	79,7
Kredyty i inne	55,2	55,2	57,9	57,8	66,1
Obligacje	0,0	10,6	7,0	10,2	13,5
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	16,1%	10,8%	14,9%	17,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	11,7	7,7	5,3	4,0	7,8
Dług netto	43,5	58,2	59,7	64,0	71,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,5%	26,4%	28,1%	30,4%	40,4%
Dług netto/KW	13,0%	16,7%	16,3%	17,1%	15,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

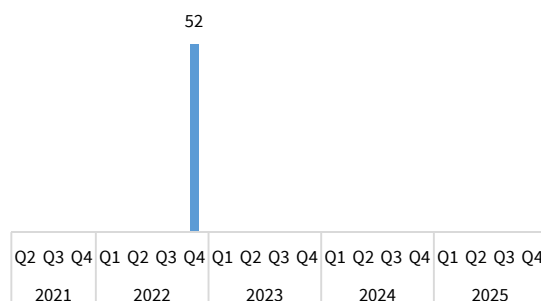
## J.W. CONSTRUCTION

- W 1Q 2021r. deweloper sprzedał 232 lokale w porównaniu z 210 jednostkami w analogicznym okresie poprzedniego roku. Deweloper po bardzo słabym sprzedaży 2020 r. nie opublikował tegorocznego celu kontraktacji.
- W pierwszym kwartale 2021 r. J.W. Construction przekazał klientom klucze do 230 lokali wobec zaledwie 29 przed rokiem.
- Ostatnie kwartały były trudnym czasem dla dewelopera. J.W. Construction posiada dużą ekspozycję na segment hotelowy i apartotelowy, które bardzo mocno dotknięte zostały pandemią i związanymi z nią obostrzeniami.
- Niski poziom przekazań w 2020 r. (zaledwie 191 lokali), problemy segmentu hotelowego i apartotelowego wpłynęły w dużej mierze na zaskięgowanie straty zysku netto, która w ubiegłym roku wyniosła 12,1 mln PLN.
- W ostatnim czasie dużym zmartwieniem J.W. Construction była struktura zapadalności zobowiązań finansowych. Deweloper kilkakrotnie negocjował z obligatariuszami w celu wydłużenia oraz rozłożenia płatności w czasie. Finalnie J.W. Construction zdecydowało się na przedterminowy wykup dwóch notowanych serii obligacji, przeznaczając na ten cel 42,8 mln PLN. Oznacza to, że w bieżącym roku deweloper pożegnał się z rynkiem Catalyst.
- Deweloper w 1Q 2021 r. zdecydował się na finalną sprzedaż gruntu przy ul. Antoniewskiej (Mokotów) o powierzchni 1,6 ha za kwotę 17,0 mln PLN. J.W. Construction informuje, że sprzedaż działki nastąpiła ze względu na fakt, że możliwe do uzyskania na nieruchomości parametry zabudowy nie spełniały wymogów oczekiwanych przez spółkę. Inne postrzeżenie działki miał jednak kupujący. Warto wskazać, że drugą stroną transakcji była Grupa Robyg, która szacuje, że potencjał budowlany działki wynosi 17,7 tys. PUM. W naszej ocenie rozbudowa banku ziemi w Warszawie poniżej 1 tys. PLN za 1 mkw. PUM jest poziomem niezwykle atrakcyjnym z perspektywy kupującego.
- Z uwagą będziemy śledzili dalsze poczynania dewelopera w zakresie pozyskiwania finansowania dłużnego na dalszy rozwój działalności. Jesteśmy ciekawi, jak w najbliższym czasie ze względu na duże zaangażowanie J.W. Construction w segment hotelowy i apartotelowy spółkę będą postrzeżali banki. Wzmocnionej aktywności dewelopera na rynku obligacji korporacyjnych w naszej ocenie nie należy się spodziewać.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	404,2	404,1	605,3	123,4	182,2
Przychody	337,7	319,5	500,2	75,3	125,4
Zysk brutto ze sprzedaży	87,9	71,1	129,1	14,3	28,9
Marża brutto ze sprzedaży	26,0%	22,2%	25,8%	19,0%	23,0%
Zysk ze sprzed. (dew.)	50,0	30,0	85,4	-15,9	10,5
Marża zysku ze sprz.	14,8%	9,4%	17,1%	-21,1%	8,4%
Zysk netto	24,8	27,8	60,5	-19,9	-2,9
Marża netto	7,4%	8,7%	12,1%	-26,4%	-2,3%
Zysk netto	25,9	16,5	63,4	-25,0	-12,1
Marża netto	6,4%	4,1%	10,5%	-20,2%	-6,7%
Kapitał własny	678,2	693,7	727,9	703,8	717,3
Zadłużenie finansowe	427,4	351,8	380,8	397,4	398,1
Kredyty i inne	207,5	147,0	248,0	277,2	301,5
Obligacje	219,9	204,7	132,8	120,2	96,6
% obligacji w zadłużeniu	51,4%	58,2%	34,9%	30,2%	24,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,3	122,5	108,5	102,6	210,4
Dług netto	253,1	229,3	272,3	294,8	187,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,9%	61,4%	56,4%	61,3%	63,4%
Dług netto/KW	37,3%	33,1%	37,4%	41,9%	26,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

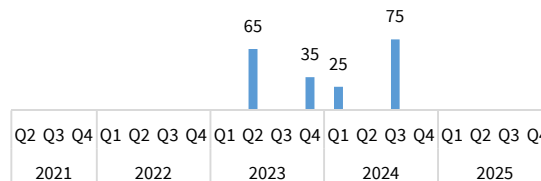
## LOKUM DEWELOPER

- W 1Q 2021 r. Lokum Deweloper znalazł nabywców na 139 lokali w porównaniu z 47 w analogicznym okresie roku poprzedniego (+195,7% r/r). W całym bieżącym roku deweloper będzie dążył do osiągnięcia kontraktacji na poziomie ok. 1 000 jednostek.
- W pierwszym kwartale 2021 r. Grupa przekazała swoim klientom klucze do 20 mieszkań. W całym 2020 r. deweloper spodziewa się wydać ok. 700 lokali. Pod względem przekazań znacznie okazałej zapowiadają się kolejne lata, w których można oczekiwać rekordowych wolumenów przekazywanych mieszkań.
- W 2020 r. Grupa istotnie uzupełniła swoją ofertę, która na koniec 2020 r. opiewała na 949 lokali (+44,9% r/r). Na koniec 2020 r. deweloper posiadał w budowie 1 350 jednostek. Zarząd dewelopera komunikuje, że w bieżącym roku rozpocznie realizację co najmniej 1 000 mieszkań.
- Obecnie trwają prace planistyczne na gruntach zlokalizowanych we Wrocławiu przy ul. Góralskiej (2 700 lokali w przygotowaniu) oraz przy ul. Poprzecznej (3 000 lokali w przygotowaniu). Obie nieruchomości będą w kolejnych latach stanowić flagowe inwestycje dewelopera, które przez długi czas będą silnie wspierać wyniki sprzedażowe Grupy.
- W 2020 r. Grupa Lokum Deweloper przeznaczyła na rozbudowę banku ziemi ok. 44 mln PLN.
- W bieżącym roku i latach kolejnych Grupa zamierza osiągać rentowość brutto na sprzedaży na poziomie 30-40% oraz powrócić do realizacji swojej strategii, która zakłada osiągnięcie zysku netto na poziomie przekraczającym 20%.
- 5 marca 2021 r. Spółka po dokonaniu redukcji zapisów, dokonała przydziału 3,5-letnich, niezabezpieczonych obligacji serii H o łącznej wartości nominalnej 100,0 mln PLN. Tegoroczna emisja obligacji zawiera mechanizm okresowej amortyzacji, tym samym pół roku przed finalnym wykupem Spółka będzie zobowiązana do spłaty 25,0 mln PLN. Oprocentowanie obligacji serii H oparte jest o stawkę WIBOR 6M powiększoną o marżę w wysokości 4,5%. Pozyskane środki zostały przeznaczone na spłatę obligacji serii E (100,0 mln PLN)

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	221,2	322,4	285,9	135,0	191,0
Zysk brutto ze sprz.	88,2	115,2	99,0	43,5	54,0
Marża brutto ze sprz.	39,9%	35,7%	34,6%	32,2%	28,3%
Zysk ze sprz.	67,8	96,6	81,1	31,2	35,6
Marża zysku ze sprz.	30,6%	29,9%	28,4%	23,1%	18,6%
Zysk netto	76,6	73,0	62,2	21,7	20,3
Marża netto	34,6%	22,6%	21,8%	16,1%	10,7%
Kapitał własny	297,3	349,6	367,3	380,0	378,2
Zadłużenie finansowe	174,8	175,3	189,2	250,8	285,3
Kredyty i inne	0,7	0,5	24,8	85,8	86,2
Obligacje	174,1	174,7	164,4	165,0	199,1
% obligacji w zadłużeniu	99,6%	99,7%	86,9%	65,8%	69,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	135,0	140,5	121,3	84,6	84,4
Dług netto	39,8	34,8	67,9	166,2	200,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,9%	51,9%	46,6%	45,2%	49,0%
Dług netto/KW	13,4%	9,9%	18,5%	43,7%	53,1%

<sup>1</sup>bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

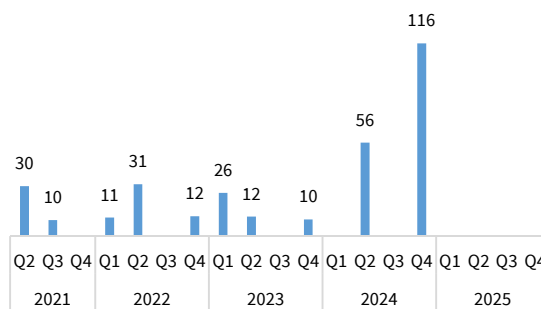
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- W poprzedniej edycji raportu nie mogliśmy napisać o kontrakcji dewelopera w 4Q 2020 r. z uwagi na brak raportu bieżącego dot. sprzedaży. Niedługo po publikacji naszego opracowania sprawa się wyjaśniła. Emitent podpisał umowę z Heimstaden opiewającą na 655 lokali w 3 inwestycjach z opcją na sprzedaż pozostałych lokali z inwestycji Moko Botanika. W przypadku pełnej realizacji opcji wartość transakcji wyniesie 381,4 mln zł. Tym samym sprzedaż w 2020 r. wyniosła 1 086 lokali wobec 942 rok wcześniej (+15,3% r/r).
- Wspomniana transakcja zdecydowanie zmieniła sytuację segmentu mieszkaniowego Marvipolu. Po pierwsze: sprzedawanymi lokalami były także lokale w projekcie Unique Tower, w którym kontrakcja postępowała powoli. Po drugie: nastąpił chwilowy spadek oferty poniżej poziomu 200 jednostek. Po trzecie: zagwarantowała spółce wpływ minimum 353,2 mln zł w 2 lata, z czego według naszych wyliczeń do spółki wpłynęło już ok. 119 mln zł. Tym samym, kluczowa dla Marvipolu będzie w tym roku sprawność we wprowadzaniu nowych projektów do oferty oraz dalsza aktywność na rynku gruntów.
- Naturalną konsekwencją powyższych zdarzeń jest więc niski poziom kontrakcji w 1Q 2021 r., podczas którego zawarto umowy na 83 lokale wobec 112 rok wcześniej (-25,9% r/r). Deweloper rozpoczął już proces odbudowy oferty, wprowadzając do sprzedaży inwestycję na Bemowie na 235 lokali.
- Całoroczne plany wprowadzeń Marvipolu opiewają na blisko 1,2 tys. lokali, łącznie z dotychczas uruchomionymi projektami.
- Pod kątem przekazania w 1Q 2021 r. nie wydarzyło się nic ciekawego. Deweloper uzna w wynikach 65 lokali wobec 72 rok wcześniej.
- Zdecydowanie bardziej interesująca jest kwestia zakupów gruntów przez emitenta. W zeszłym roku deweloper zdecydowanie przyspieszył wydając na działki blisko 152,9 mln zł wobec 54,3 mln zł w 2019 i 32,3 mln zł w 2018 roku. W tym roku także należy spodziewać się intensywnych wydatków. Do chwili publikacji niniejszej edycji raportu Marvipol zaraportował 2 transakcje wydatkując łącznie 35,5 mln zł.
- To, że Marvipol przygotowuje się do dalszej ekspansji zdaje się sugerować ostatnia emisja obligacji serii AD o wartości 116 mln zł przeprowadzona w kwietniu. Poprzednią emisję deweloper przeprowadził w listopadzie ubiegłego roku, pozyskując 78 mln zł. Tym samym, wykorzystano niemal cały program emisji o wartości 200 mln zł.

w mln zł <sup>1</sup>	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	185,7	266,1	290,8	168,5	431,4
Zysk brutto ze sprzedaży	38,1	62,1	67,0	47,2	105,8
Marża brutto ze sprz.	20,5%	23,3%	23,0%	28,0%	24,5%
Zysk netto	23,0	27,3	24,2	20,9	52,0
Marża netto	12,4%	10,3%	8,3%	12,4%	12,1%
Kapitał własny	219,5	178,8	233,0	350,3	339,3
Zadłużenie finansowe	316,6	341,5	380,3	380,1	347,4
Kredyty i inne	68,8	57,3	168,7	157,0	125,5
Obligacje	247,7	284,2	211,6	223,1	221,9
% obligacji w zadłużeniu	78,3%	83,2%	55,6%	58,7%	63,9%
Gotówka	191,2	105,3	97,7	230,6	121,5
Dług netto	125,4	236,2	282,6	149,5	225,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	70,0%	75,7%	76,1%	72,4%	64,1%
Dług netto/KW	57,1%	132,1%	121,3%	42,7%	66,6%

<sup>1</sup> Wydzielony segment deweloperski

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



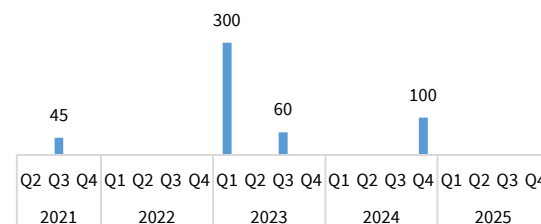
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ROBYG

- W 1Q 2021 r. deweloper podpisał 888 umów deweloperskich. Liczba podpisanych umów rezerwacyjnych w 1Q 2021 r. wyniosła 1 110 wobec 755 kwartał wcześniej (+47% q/q) oraz 633 rok wcześniej (+75,4% r/r). Cel sprzedażowy na br. to ok. 3 000 lokali, lecz jest to cel konserwatywny. Spółka nie wyklucza, że liczba ta może być bliższa nawet 3 500 lokalom.
- Liczba przekazanych klientom lokali w 1Q 2021 r. wyniosła 560 wobec 424 rok wcześniej (+32,1% r/r). Potencjał przekazania na 2021 r. wg. stanu na koniec ubiegłego roku wynosi 3 637 lokali.
- Na koniec roku 1Q 2021 r. stan oferty wynosił ok. 2 000 lokali wobec 2 021 na koniec 2020 r. oraz wobec 1 683 rok wcześniej (+18,8% r/r). Spodziewamy się, że deweloper będzie systematycznie powiększał ofertę w kolejnych okresach.
- Ubiegły rok to dla dewelopera także czas intensywnych inwestycji w bank ziemi. Do dnia publikacji prezentacji za 2020 r. deweloper podpisał umowy nabycia gruntów za 452,4 mln zł. Bank ziemi dewelopera umożliwia wybudowanie ok. 20,5 tys. lokali wobec ok. 15,4 tys. rok wcześniej (+33% r/r).
- Już po dacie bilansowej na rynek trafiły 2 ciekawe raporty bieżące. Pierwszy z raportów dotyczył pożyczki od akcjonariusza dominującego w wysokości do 100 mln zł. Co ciekawe, jest to pożyczka bezterminowa. Termin jej spłaty uzależniony jest w całości od dewelopera. Drugi z raportów dotyczy zapłaty 200 mln zł zaliczki tytułem nabycia gruntu w Warszawie. Spółka szacuje, że na wspomnianą nieruchomości możliwe jest zrealizowanie ok. 100 tys. PUM.
- Przepląty operacyjne Robygu w 2020 r. wyniosły +36,7 mln zł wobec +221,6 w 2019 r.. Należy jednak pamiętać o ponadprzeciętnej aktywności na rynku gruntów. Wspomniane wydatki pochłonęły 243,8 mln zł i w naszej opinii jest to główny powód niższego niż zwykle salda środków pieniężnych.
- Struktura zapadalności zadłużenia jest jednak dla dewelopera korzystna. W lipcu br. spółka będzie zobowiązana do wykupu obligacji serii S o wartości 45,3 mln zł. To jedyna znacząca płatność zobowiązań finansowych przed 2023 rokiem.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	737,9	1034,5	1115,2	378,7	1105,3
Zysk brutto ze sprz.	195,2	266,8	275,4	93,8	305,0
Marża brutto ze sprz.	26,5%	25,8%	24,7%	24,8%	27,6%
EBIT	173,8	224,0	239,4	47,9	269,2
Marża EBIT	23,6%	21,7%	21,5%	12,6%	24,4%
Zysk netto	135,5	181,5	202,1	33,4	213,5
Marża netto	18,4%	17,5%	18,1%	8,8%	19,3%
Kapitał własny	694,8	705,0	777,2	790,8	970,9
Zadłużenie finansowe	726,7	721,9	706,0	660,5	570,5
Kredyty i inne	338,7	313,1	197,1	155,2	65,4
Obligacje	388,0	408,8	508,9	505,3	505,0
% obligacji w zadłużeniu	53,4%	56,6%	72,1%	76,5%	88,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	350,9	285,8	374,0	259,0	178,1
Dług netto	375,8	436,1	331,9	401,6	392,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,1%	69,5%	67,7%	71,9%	62,3%
Dług netto/KW	54,1%	61,9%	42,7%	50,8%	40,4%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

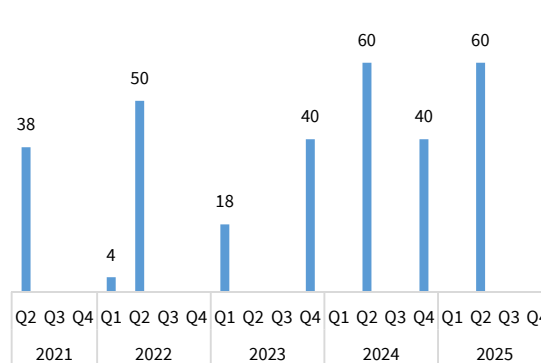
## RONSON

- W pierwszym kwartale 2021 r. kontraktacja w Ronsonie wyniosła 355 jednostek wobec 257 kwartał wcześniej (+38,1% q/q) i 277 rok wcześniej (+28,2% r/r). Celem sprzedażowym dewelopera na 2021 r. jest kontraktacja na poziomie przynajmniej zeszłorocznym, tj. minimum 918 lokali. Deweloper nie wyklucza poprawy r/r, lecz ta zależna będzie od tempa uzupełniania oferty.
- W wynikach 1Q 2021 r. deweloper uzna 185 lokali wobec 167 w 4Q 2020 r. (+10,8% q/q) i 387 w 1Q 2020 r. (-52,2% r/r). W całym 2021 r. deweloper planuje zakończyć budowę 1 124 lokali, z czego na koniec 2020 r. 805 lokali było już sprzedanych. Grupa ma więc wysoki potencjał wynikowy na bieżący rok. Należy pamiętać, że baza zeszłoroczna jest wysoka głównie na skutek bardzo udanej inwestycji City Link na warszawskiej Woli przekazywanej w 1Q 2020 r..
- Oferta emitenta na koniec ubiegłego roku wynosiła tylko 651 lokali wobec 842 kwartał wcześniej (-22,7% q/q) i 909 rok wcześniej (-28,4% r/r). Spadek poziomu oferty jest prawdopodobnie jednak chwilowy, gdyż deweloper podał, że planuje na bieżący rok rozpoczęcie realizacji 1 162 lokali. Nie zmienia to jednak faktu, że kontraktacja w 2021 roku zależna jest głównie od sprawności dewelopera w rozpoczynaniu nowych projektów. Będziemy z zacięciem obserwować tę kwestię w kolejnych kwartałach.
- Podobnie jak w 2H 2020 r. tak i od początku bieżącego roku, Ronson jest aktywny na rynku gruntów informując o kilku umowach przedwstępnych jak i ostatecznych. W styczniu spółka poinformowała o przedwstępnej umowie nabycia gruntu w Warszawie w dzielnicy Ursus – szacowany PUM może wynieść 100 tys. mkw. a wartość umowy 150 mln zł. Zawarcie umowy ostatecznej nastąpi nie później niż 31.12.2027. W lutym zawarto umowę ostateczną nabycia działki w Poznaniu, w dzielnicy Grunwald. Cena to 26 mln zł, PUM ok. 20 tys.. W kwietniu kolejna przedwstępna umowa na grunt w Warszawie za 15,8 mln zł na 5,7 tys. PUM. Termin zawarcia umowy przyrzeczonej to 31.12.2023. Biorąc pod uwagę transakcje zeszłoroczne zakupy gruntów są znaczące i oceniamy je pozytywnie.
- W kwietniu Ronson ponownie wyszedł na rynek obligacji oraz ponownie, tak jak w 2H 2020 r. uplasował 100 mln zł. Tym razem jednak na 4 lata oraz z niższą marżą wynoszącą WIBOR6M + 400 pb.. Dla przypomnienia, emisja z października 2020 r. miała tenor 3,5-letni oraz marżę na poziomie WIBOR6M + 430 pb.. Obligacje nowej serii będą podlegały okresowej amortyzacji 40% w październiku 2024.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2020	2020
Przychody	231,7	294,1	232,6	321,9	401,2
Przychody	224,4	291,8	223,5	321,9	400,3
Zysk brutto ze sprz.	31,9	43,4	41,5	75,3	85,2
Marża zysku ze sprz.	14,2%	14,9%	18,6%	23,4%	21,3%
Zysk brutto ze sprz.	38,1	45,7	44,3	75,3	86,2
Marża brutto ze sprz.	16,4%	15,5%	19,1%	23,4%	21,5%
Kapitał własny	342,0	343,5	350,5	377,8	379,8
Zadłużenie finansowe	211,2	243,2	200,8	153,4	230,1
Kredyty i inne	13,9	37,7	12,9	0,0	0,0
Obligacje	197,3	205,5	188,0	153,4	230,1
% obligacji w zadłużeniu	93,4%	84,5%	93,6%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	50,8	68,5	91,8	52,0	117,5
Dług netto	160,5	174,7	109,1	101,3	112,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,5%	57,3%	62,8%	55,0%	59,5%
Dług netto/KW	46,9%	50,9%	31,1%	26,8%	29,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

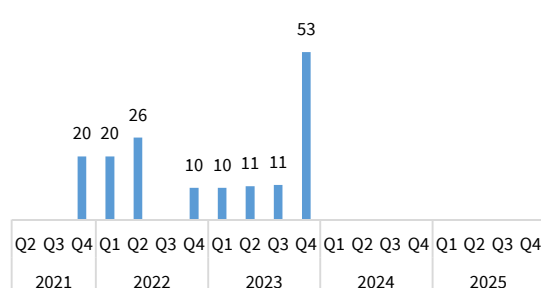
## Victoria Dom

- W 1Q 2021 r. Victoria Dom sprzedała 506 lokali wobec 578 przed rokiem (-12,5% r/r).
- Skala działalności dewelopera w ostatnich latach bardzo dynamicznie wzrastała. Victoria Dom nie zamierza zwalniać tempa również w bieżącym roku, chcąc tym samym osiągnąć wolumen sprzedaży na poziomie ok. 2 000 lokali, czyli ok. 36% więcej niż w 2020 r. Uważamy, że Victoria Dom bardzo mocno umacnia swoją pozycję na rynku warszawskim w segmencie popularnym. Inwestycje dewelopera co do zasady nie są usytuowane w topowych lokalizacjach, jednak mocno konkurencyjna cena sprawia, że chętnych na mieszkania budowane przez Victoria Dom nie brakuje.
- Zarząd deweloper planuje w bieżącym roku uruchomić co najmniej trzy nowe wieloetapowe projekty. Ambitne plany poparte są otrzymaniem długo oczekiwanych decyzji administracyjnych.
- W kwietniu 2021 r. deweloper ruszył ze sprzedażą I etapu Osiedla Krzewna na warszawskim Targówku, w ramach którego wybudowanych zostanie 79 mieszkań. Z informacji marketingowych dewelopera wynika, że ceny w inwestycji rozpoczynają się od 8,3 tys. PLN za metr kwadratowy, czyli znacznie niższej od średniej warszawskiej. W 2Q 2021 r. deweloper rozpoczął również sprzedaż inwestycji Młoda Wawa na warszawskim Rembertowie (113 lokali), gdzie ceny najtańszych lokali zgodnie z informacjami marketingowymi dewelopera rozpoczynają się od 264 tys. PLN.
- W lutym 2021 r. Victoria Dom pozyskała finansowanie z funduszy zarządzanego przez PFR na ekspansję działalności w Niemczech w kwocie 7 mln EUR. Środki zostaną przeznaczone na zakup gruntów i finansowanie nowych projektów deweloperskich. Obecnie deweloper realizuje 7 inwestycji w Berlinie oraz 2 w Lipsku, myśląc o rozszerzeniu działalności o nowe aglomeracje.
- W grudniu 2021 deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji serii J o wartości 20,0 mln PLN.

w mln zł	2017	2018	2019 <sup>1</sup>	1H 2019 <sup>1</sup>	1H 2020 <sup>1</sup>
Przychody	219,1	237,5	439,3		
Zysk brutto ze sprzedaży	72,2	79,1	145,0	3,6	20,2
Marża brutto ze sprz.	33,0%	33,3%	33,0%	27,1%	19,6%
Zysk netto	38,1	45,0	87,9	-8,1	0,5
Marża netto	17,4%	18,9%	20,0%	-60,6%	0,5%
Kapitał własny	107,2	141,6	218,4	122,4	193,4
Zadłużenie finansowe	107,9	112,1	149,8	146,5	216,1
Kredyty i inne	10,9	9,9	28,1	30,9	92,4
Obligacje	97,1	102,2	121,7	115,6	123,7
% obligacji w zadłużeniu	89,9%	91,2%	81,3%	78,9%	57,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	24,3	28,2	84,2	99,9	116,1
Dług netto	83,6	83,9	65,6	46,6	100,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,5%	66,2%	64,5%	78,9%	75,2%
Dług netto/KW	78,0%	59,2%	30,0%	38,1%	51,7%

<sup>1</sup> Dane jednostkowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



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 14 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe (bez uwzględnienia zmian wynikających z MSSF 16, o ile było to możliwe)
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (z wyłączeniem środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania)
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- 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 wynikające 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)

### Igor Więckowski

Manager Departamentu emisji obligacji

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

### Kamil Jędrej

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [kamil.jedrej@dmnavigator.pl](mailto:kamil.jedrej@dmnavigator.pl)

**Navigator** Capital Group®  
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

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

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

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

---

